DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Ce projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

ORAPI
CLEAN & PROTECT TOGETHER

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS ORDINAIRES DE LA SOCIETE ORAPI INITIEE PAR GROUPE PAREDES ORAPI

GROUPE Paredes ORAPI

AUTORITE DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 31 octobre 2024, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe HAF, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org/) et de ORAPI (https://www.orapihygiene.fr/). Il peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de ORAPI (225, allée des Cèdres – 01150 Saint-Vulbas).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ORAPI seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE 3

1.1 Présentation de l'Offre 3

1.2 Rappel du contexte et motifs de l'Offre 4

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre 6
1.3.1 Nombre et nature des titres susceptibles d'être apportés à l'Offre 6
1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre 6
1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait 7
1.3.4 Retrait Obligatoire 8
1.3.5 Calendrier indicatif de l'Offre 9
1.3.6 Restrictions de l'Offre à l'étranger 10

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE ORAPI 11

2.1 Composition du Conseil d'administration 11

2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration relatives à l'Offre 11

2.3 Avis motivé du Conseil d'administration 11

3. INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL 20

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE ORAPI 20

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 20

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 20

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 21

7.1 Structure du capital de la Société 21

7.2 Participations directes et indirectes au capital de la Société dont elle a connaissance en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce 21

7.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce 25
7.3.1 Restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions d'ORAPI 25
7.3.1.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils 25
7.3.1.2 Transferts d'Actions 25
7.3.2 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce 25

7.4 Liste des détenteurs de titres ORAPI comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 25

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 26

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 26

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de ORAPI 26
7.7.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration 26
7.7.2 Modification des statuts de ORAPI 27

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 27

7.9 Accords conclus par ORAPI étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'ORAPI 30

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange 31

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 32

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF 33

10. PERSONNES RESPONSABLES DU PROJET DE NOTE EN REPONSE 34

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Groupe Paredes Orapi, une société anonyme à conseil d'administration au capital de 11.952.401 euros, dont le siège social est sis 190, avenue Thiers, Immeuble Etoile Part-Dieu – 69006 Lyon, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 955 509 609 (« **Groupe Paredes Orapi** » ou l' « **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagé à offrir de manière irrévocable aux actionnaires titulaires d'actions ordinaires de la société ORAPI, une société anonyme à conseil d'administration au capital de 6.643.534 euros, dont le siège social est sis 225, allée des Cèdres – 01150 Saint-Vulbas et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bourg-en-Bresse sous le numéro 682 031 224 (la « **Société** » ou « **ORAPI** » et avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000075392, mnémonique « ORAP » (les « **Actions** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs Actions (sous réserve des exceptions ci-dessous) au prix de 6,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique de retrait (l' « **Offre Publique de Retrait** ») et qui sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l' « **Offre** »).

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc BNP Paribas Group (« **Portzamparc** ») et Crédit Industriel et Commercial (« **CIC** » et, ensemble avec Portzamparc, les « **Etablissements Présentateurs** ») ont déposé auprès de l'AMF, le 9 octobre 2024, un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur et garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, Groupe Paredes Orapi détient, directement et indirectement, 6.065.566 actions ORAPI[1], représentant 6.064.666 droits de vote, soit 91,30% du capital et 90,19% des droits de vote théoriques de la Société[2].

L'Offre porte sur la totalité des 706.895 Actions non encore détenues par l'Initiateur à l'exception des 128.927 Actions auto-détenues par la Société, soit sur un nombre total à la date du Projet de Note en Réponse de 577.968 Actions.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits accordés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception :

- des 900 actions de préférence émises par la Société (les « **Actions de Préférence** »), lesquelles sont intégralement détenues par l'Initiateur ; et

- à toutes fins utiles, des 3.195.519 obligations remboursables en actions de la Société dites « ORA 2 » (les « **ORA 2** »), lesquelles sont intégralement détenues par l'Initiateur et ont perdu le 19 octobre 2023, consécutivement à l'acquisition à cette date par l'Initiateur de 2.242.763 ORA 2 auprès de la société GC Consult, leur qualité de titres donnant accès au capital de la société ORAPI.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

---

[1] Dont (i) 128 927 Actions détenues par la Société et (ii) 900 actions de préférence ORAPI privées de droits de vote.

[2] Sur la base d'un capital composé de 6.643.534 actions représentant 6.724.382 droits de vote théoriques, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

À l'issue de l'Offre Publique de Retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sera mise en œuvre, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 6,50 euros par Action nette de frais.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive en section 2 (*Caractéristiques de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.2 Rappel du contexte et motifs de l'Offre

ORAPI ("*Office de Recherche et d'Application de Produits pour l'Industrie*") conçoit, fabrique et commercialise une gamme complète de produits d'hygiène et de process à l'attention des professionnels sur les marchés de l'industrie, du transport, des loisirs, de la santé, des collectivités et des entreprises de propreté.

ORAPI a développé un modèle d'intégration verticale de sa chaîne de valeur. Le Groupe dispose des équipes de recherche et développement permettant de concevoir et d'adapter ses produits en fonction des évolutions réglementaires, des demandes des marchés et des innovations techniques. ORAPI possède également les outils de production lui permettant de fabriquer la majeure partie des produits commercialisés. ORAPI dispose des structures commerciales en propre ou avec des partenaires pour assurer la diffusion de son offre de solutions auprès d'un très grand nombre de clients.

ORAPI a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2023 un chiffre d'affaires consolidé de 229 millions d'euros.

Fondée en 1968 par Monsieur Guy Chifflot, ORAPI a été introduite en bourse sur le marché libre d'Euronext Paris au mois de mars 2000, et transférée au second marché en août 2002.

Le 19 octobre 2023, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 2.315.265 Actions et 2.242.763 ORA 2, soit une participation représentant à cette date 34,85 % du capital et 33,38 % des droits de vote théoriques de la Société, auprès de Monsieur Guy Chifflot, la société La Financière M.G.3.F. et la société GC Consult, aux prix de respectivement 6,50 euros par Action et de 5,20 euros par ORA 2 (l' « **Acquisition du Bloc** »).

A la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et en application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial, agissant en qualité d'établissements présentateurs pour le compte de l'Initiateur, ont déposé un projet d'offre publique d'achat (l'« **OPA** ») sur les actions ordinaires de la Société et le projet de note d'information y afférent le 2 novembre 2023 auprès de l'AMF.

La Société a déposé son projet de note en réponse auprès de l'AMF le 22 novembre 2023.

Après s'être assurée de la conformité du projet d'OPA aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables, l'AMF a rendu sa décision de conformité de l'OPA en date du 21 décembre 2023. En application des dispositions des articles 231-23 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la décision de conformité de l'AMF en date du 21 décembre 2023 a emporté visa de la note d'information relative à l'OPA sous le numéro 23-522 (la « **Note d'Information OPA** »), et l'AMF a apposé le visa n°23-523 sur la note en réponse relative à l'OPA[3].

[3] D&I n°223C2108 du 21 décembre 2023.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

L'OPA s'est ensuite déroulée du 27 décembre 2023 au 31 janvier 2024, puis a été réouverte du 12 février au 8 mars 2024.

Au cours de la période initiale de l'OPA, et conformément aux termes et conditions d'un acte d'engagement d'apport en date du 18 octobre 2023 et modifié en date du 30 octobre 2023 (l' « **Engagement d'Apport** »), les entités Kartesia IV Topco Sàrl, Kartesia Securities V Sàrl, Kartesia Credit FFS – KCO IV SUB-FUND et Kartesia Credit FFS – KCO V SUB-FUND ont apporté à l'OPA l'intégralité des 1.979.466 actions ordinaires de la Société qu'elles détenaient.

Les principaux termes et conditions de l'OPA, de l'Acquisition du Bloc et de l'Engagement d'Apport sont décrits dans la Note d'information OPA.

A la clôture de cette OPA, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 5.961.1241[4] actions ORAPI représentant autant de droits de vote, soit 89,73% du capital et 88,08% des droits de vote de cette société, ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire.

Entre le 11 mars et le 25 avril 2024, l'Initiateur a acquis hors et sur le marché 103.542 Actions à un prix moyen de 6,4969 euros (arrondi) par Action dans une fourchette comprise entre 6,34 euros et 6,50 euros par Action.

Par ailleurs, l'Initiateur a également acquis, le 28 mars 2024, 900 Actions de Préférence auprès des entités Kartesia Topco S.à.r.l. (à hauteur de 360 Actions de Préférence) et Kartesia Securities V S.à.r.l. à (à hauteur de 540 Actions de Préférence) pour un prix total de 6,50 euros, soit un prix unitaire de 0,0072 euro par Action de Préférence.

Au résultat de ces opérations, l'Initiateur a déclaré :

(i) le 15 mars 2024[5], avoir franchi en hausse, le 14 mars 2024, le seuil de 90% du capital de la Société et détenir 6.024.759 actions ORAPI[6] représentant autant de droits de vote, soit 90,69% du capital et 89,56% des droits de vote la Société ; puis

(ii) le 26 avril 2024[7], avoir franchi en hausse le 25 avril 2024 le seuil de 90% des droits de vote de la Société et détenir 6.065.566 actions ORAPI[8] représentant 6.064.666 droits de vote, soit 91,30% du capital et 90,18% des droits de vote de la Société.

Détenant, directement et indirectement[9], plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a décidé de déposer auprès de l'AMF la présente Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir l'ensemble des Actions non détenues par l'Initiateur et de radier d'Euronext Paris les actions ordinaires ORAPI et de permettre une simplification de la structure capitalistique de ORAPI.

En effet, compte-tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions, un maintien de la cotation des Actions ne semble plus justifié.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur le marché Euronext Paris et par conséquent aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Paris.

---

[4] En ce compris les 128.927 Actions détenues en propre par la Société et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.
[5] D&I n°224C0404 du 15 mars 2024.
[6] Dont 128.927 Actions détenues par la Société.
[7] D&I n°224C0589 du 26 avril 2024.
[8] Dont 128.927 Actions détenues par la Société et (ii) 900 actions de préférence ORAPI privées de droits de vote.
[9] En ce compris les 128.927 Actions détenues en propre par la Société et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Les actionnaires minoritaires de la Société, du fait de l'Offre, obtiendront quant à eux une liquidité immédiate et intégrale de leurs Actions.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Nombre et nature des titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, Groupe Paredes Orapi détient, directement et indirectement, 6.065.566 actions ORAPI[10], représentant 6.064.666 droits de vote, soit 91,30% du capital et 90,19% des droits de vote théoriques de la Société[11].

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des 706.895 Actions non encore détenues par l'Initiateur à l'exception des 128.927 Actions auto-détenues par la Société, soit sur un nombre total à la date du Projet de Note en Réponse de 577.968 Actions.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits accordés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception :

- des 900 Actions de Préférence émises par la Société, lesquelles sont intégralement détenues par l'Initiateur ; et

- à toutes fins utiles, des 3.195.519 obligations remboursables en actions de la Société dites « ORA 2 » (les « **ORA 2** »), lesquelles sont intégralement détenues par l'Initiateur et ont perdu le 19 octobre 2023, consécutivement à l'acquisition à cette date par l'Initiateur de 2.242.763 ORA 2 auprès de la société GC Consult, leur qualité de titres donnant accès au capital de la société ORAPI.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 9 octobre 2024. L'AMF a publié, ce même jour, un avis de dépôt relatif à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information, tel que déposé auprès de l'AMF, est disponible gratuitement au public auprès des Etablissements Présentateurs, ainsi qu'en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/).

L'Offre n'est soumise à aucune condition d'autorisation réglementaire.

En outre, le communiqué de presse contenant les principaux éléments du Projet de Note d'Information et indiquant comment il peut être obtenu a été diffusé par l'Initiateur le 9 octobre 2024.

Conformément à l'article 231-26, I du règlement général de l'AMF, la Société a déposé le 31 octobre 2024 auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse à l'Offre. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF, ce même jour sur son site Internet (www.amf-france.org).

---

[10] Dont (i) 128 927 Actions détenues par la Société et (ii) 900 Actions de Préférence privées de droits de vote.

[11] Sur la base d'un capital composé de 6.643.534 actions représentant 6.724.382 droits de vote théoriques, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social d'ORAPI et est mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www.orapihygiene.fr/). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note en Réponse sera diffusé sur le site Internet de la Société.

La présente Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet une décision motivée d'autorisation du projet d'Offre après avoir vérifié que le projet d'Offre est conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Conformément à l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la décision d'autorisation vaudra visa de la note d'information de l'Initiateur.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront tenues gratuitement à la disposition du public, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, auprès des Etablissements Présentateurs au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse indiquant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, y compris sur le site Internet de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis annonçant l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant les modalités de sa réalisation.

1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation conformément à l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Conformément à ce qui figure en section 2.9 (*Frais de courtage et rémunération des intermédiaires*) du Projet de Note d'Information, aucun frais ne sera remboursé, ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un actionnaire qui apporterait ses Actions ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre Publique de Retrait.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre Publique de Retrait par Action au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre Publique de Retrait – sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné – en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les Actions détenues sous la forme nominative dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les titulaires d'actions détenues sous la forme nominative et souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société (CIC Market Solutions – 6, avenue de Provence 75009 Paris) la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les plus brefs délais. Les ordres de présentation des Actions à l'Offre Publique de Retrait sont irrévocables. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. CIC Market Solutions, prestataire de services d'investissement habilité en

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires apporteront leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date du règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

1.3.4 Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, autres que les Actions auto-détenues par la Société, seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites Actions) moyennant une indemnisation de 6,50 euros par Action.

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Conformément aux dispositions de l'article 237-3, III du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un communiqué informant le public de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information établie dans le cadre de l'Offre.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant total de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait sur un compte ouvert à cet effet auprès de CIC Market Solutions, centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire. Les établissement dépositaires teneurs de comptes seront alors crédités du montant de l'indemnisation, à charge ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de l'indemnité leur revenant.

Les Actions de la Société seront radiées d'Euronext Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.3.5 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext Paris publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Un calendrier prévisionnel de l'Offre est proposé ci-dessous à titre purement indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
9 octobre 2024	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur aux sièges de l'Initiateur et des Etablissements Présentateurs Mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) du Projet de Note d'Information Diffusion par l'Initiateur du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
31 octobre 2024	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant notamment l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant Mise à disposition du public du projet de note en réponse de la Société Mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.orapihygiene.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) du projet de note en réponse de la Société Diffusion par la Société du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société
22 novembre 2024	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Etablissements Présentateurs et mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) de la note d'information visée Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.orapihygiene.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) de la note en réponse visée
25 novembre 2024	Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Etablissements Présentateurs et mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.orapihygiene.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Dates	Principales étapes de l'Offre
26 novembre 2024	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait pour une durée de dix (10) jours de bourse
9 décembre 2024	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
10 décembre 2024	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait Suspension de la cotation des Actions
Dès que possible à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire Radiation des Actions d'Euronext Paris

1.3.6 Restrictions de l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.10 (*Restrictions de l'Offre à l'étranger*) du Projet de Note d'Information.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE ORAPI

2.1 Composition du Conseil d'administration

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'administration** ») est composé comme suit :

- Monsieur François-Xavier Thuilleur, président-directeur général ;
- Monsieur Eric Palanque ;
- Madame Eva Paredes ;
- la société GALI, représentée par Madame Martine Griffon-Fouco ;
- la société FANTINNOV, représentée par Madame Céline Fantin ;
- Madame Marie Glomet ; et
- Monsieur Christian Mouillon.

2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration relatives à l'Offre

Le Conseil d'administration de la Société, réuni le 26 juin 2024 a, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, procédé à la création d'un comité *ad hoc* (le « **Comité *Ad Hoc*** ») composé majoritairement d'administrateurs indépendants de la Société (Madame Céline Fantin, représentante permanente de la société Fantinnov, administrateur indépendant de la Société, Monsieur Christian Mouillon, administrateur indépendant de la Société, et Monsieur Eric Palanque, administrateur de la Société) avec pour mission de proposer au Conseil d'administration l'identité de l'expert indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre, de superviser ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre.

Le 23 septembre 2024, le Conseil d'administration a, sur la base de la recommandation du Comité *Ad Hoc*, désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») en application des dispositions de l'article 261-1, I 1°, I 2° et II du règlement général de l'AMF.

La constitution du Comité *Ad Hoc* et la nomination de l'Expert Indépendant ont fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 23 septembre 2024 à l'occasion de l'annonce du projet d'Offre par l'Initiateur.

Les membres de l'équipe dirigeante de la Société et du Comité Ad Hoc ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 31 octobre 2024, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société.

Six des sept membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

L'avis motivé du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres ayant pris part aux délibérations et au vote, à savoir les membres indépendants. En effet, Monsieur François-Xavier Thuilleur et Monsieur Eric Palanque, en raison de leurs liens avec l'Initiateur, n'ont pas pris part aux délibérations et au vote.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil de surveillance, est reproduit ci-dessous :

« Le Conseil d'administration s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur :

- l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique de retrait (l' « **Offre Publique de Retrait** ») qui serait suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, ensemble avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), visant les

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

actions ordinaire de la Société et stipulée à un prix de 6,50 euros par action, initié par Groupe Paredes Orapi (l'« **Initiateur** ») ; et

- le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 9 octobre 2024.

Le Président rappelle ainsi que :

- à ce jour, l'Initiateur, détient, directement et indirectement, 6.065.566 actions ORAPI[12], représentant 6.064.666 droits de vote, soit 91,30% du capital et 90,19% des droits de vote théoriques de la Société[13] ;

- l'Offre, porte sur la totalité des 706.895 actions non détenues par l'Initiateur à la date du projet de note d'information à l'exception des 128.927 actions ordinaires auto-détenues par la Société, soit sur un nombre total de 577.968 actions ; et

- sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sera mise en œuvre, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les actions ordinaires qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 6,50 euros par action nette de frais.

Le Président rappelle également que, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, lors de sa réunion du 26 juin 2024, le Conseil d'administration a mis en place un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'expert indépendant dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration (le « **Comité *Ad Hoc*** »).

Le Comité *Ad Hoc* est composé de trois membres, dont deux membres indépendants (Madame Céline Fantin, représentante permanente de la société Fantinnov et Monsieur Christian Mouillon) et Monsieur Eric Palanque.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 9 octobre 2024 (Avis de dépôt AMF n°224C1862 du 9 octobre 2024), contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre (dont un calendrier indicatif) ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs et garants de l'Offre, Portzamparc BNP Paribas Group et Crédit Industriel et Commercial ;

[12] Dont (i) 128 927 actions ordinaires détenues par la Société et (ii) 900 actions de préférence ORAPI privées de droits de vote.

[13] Sur la base d'un capital composé de 6.643.534 actions représentant 6.724.382 droits de vote théoriques, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- le projet de note en réponse de la Société, destiné être déposé auprès de l'AMF le 31 octobre 2024, lequel reste à être complété du présent avis motivé du Conseil d'administration ;

- le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, agissant en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre et à l'absence d'accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires en date du 31 octobre 2024, pour les actionnaires minoritaires de la Société ;et

- le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 II du règlement général de l'AMF.

Le Président attire enfin l'attention du Conseil d'administration sur les modalités des délibérations et du vote sur cet avis motivé, en raison du conflit d'intérêt potentiel des administrateurs autres que les administrateurs indépendants. Ainsi, il est indiqué que Monsieur François-Xavier Thuilleur et Monsieur Eric Palanque, en raison de leurs liens avec l'Initiateur, ne prendront pas part aux délibérations et au vote.

I. Travaux et recommandation du Comité

Monsieur Christian Mouillon rend compte de la mission du Comité *Ad Hoc* et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

A - Processus de nomination de l'expert indépendant

Deux cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères d'indépendance et de compétence requis par la règlementation applicable. Le Comité *Ad Hoc* s'est ainsi entretenu avec ces deux cabinets. Au cours de ces entretiens, ces deux cabinets d'expertise indépendante ont pu présenter leurs propositions d'intervention dans le cadre de l'Offre et répondre aux questions des membres du Comité *Ad Hoc*. Le Comité *Ad Hoc* a pu s'assurer que la désignation de l'expert indépendant retenu serait réalisée en conformité avec la règlementation applicable, et notamment avec les dispositions du règlement général de l'AMF, de l'Instruction AMF DOC-2006-08 et de la Recommandation AMF DOC-2006-15. Le Comité *Ad Hoc* a ainsi porté une attention particulière à ce que l'expert indépendant retenu (i) dispose de la compétence, des moyens et de la réputation professionnelle appropriés à la mission et (ii) ne soit pas dans une situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils. Il est également indiqué que la disponibilité de l'expert indépendant et son budget pour l'accomplissement de sa mission ont constitué des critères importants dans ce processus de recommandation.

A la suite de ces auditions, les membres du Comité *Ad Hoc* ont décidé, à l'unanimité, de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Crowe HAF, en qualité d'Expert Indépendant, à raison notamment (i) de sa compétence et de sa réputation professionnelle, (ii) de son indépendance, (iii) de l'organisation de son département « évaluation d'entreprises et expertise indépendante » garantissant une disponibilité pour l'accomplissement de sa mission et (iv) du coût de son intervention.

Lors de sa réunion du 23 septembre 2024, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité *Ad Hoc,* désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I 1°, I 2° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

B - Travaux du Comité Ad Hoc et interactions avec l'expert indépendant

Monsieur Christian Mouillon indique que le Comité *Ad Hoc* a pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Les membres du Comité *Ad Hoc* ont participé à plusieurs réunions, dont une synthèse figure ci-dessous :

- 20 septembre 2024 : les membres du Comité *Ad Hoc* se sont réunis afin de s'entretenir avec les cabinets d'expertise indépendante pressentis pour la désignation de l'expert indépendant intervenant dans le cadre de l'Offre puis de décider de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Crowe HAF ;

- 27 septembre 2024 : première réunion d'échange entre les membres du Comité *Ad Hoc* et l'Expert Indépendant afin d'échanger sur le déroulement de l'intervention de ce dernier ;

- 9 octobre 2024 : point d'étape entre les membres du Comité *Ad Hoc* et l'Expert Indépendant, en présence de membres de la direction financière de la Société, ayant pour objet le suivi des travaux de l'Expert Indépendant et notamment la revue par l'Expert Indépendant des résultats historiques de la Société. Ce point d'étape fût complété par plusieurs échanges par emails entre ces personnes sur ce sujet ;

- 10 octobre 2024 : point d'étape entre les membres du Comité *Ad Hoc* et l'Expert Indépendant, en présence de membres de la direction financière de la Société, ayant pour objet le suivi des travaux de l'Expert Indépendant et notamment la revue par l'Expert Indépendant du Plan d'Affaires. Ce point d'étape fut complété par plusieurs échanges par emails entre ces personnes sur ce sujet ;

- 21 octobre 2024 : point d'étape entre les membres du Comité *Ad Hoc* et l'Expert Indépendant ayant pour objet le suivi des travaux de l'Expert Indépendant avec une présentation par celui-ci de premières conclusions desdits travaux ;

- 30 octobre 2024 : les membres du Comité *Ad Hoc* se sont réunis pour échanger sur la rédaction du projet d'avis motivé, sur la base du projet de note d'information établi par l'Initiateur, du projet de note en réponse à établir par la Société et du projet de rapport établi par l'Expert Indépendant. Cette réunion faisait suite à la communication du projet de rapport établi par l'Expert Indépendant, ayant donné lieu à un échange entre l'un des membres du Comité *Ad Hoc* et l'Expert Indépendant sur des points identifiés par ce dernier ;

- 31 octobre 2024 : les membres du Comité *Ad Hoc* se sont réunis, en présence de l'Expert Indépendant, et ont (i) procédé à la revue du rapport définitif de l'Expert Indépendant et de la conclusion de ses travaux et (ii) finalisé, sous forme de projet d'avis motivé, ses recommandations au Conseil d'administration relativement à son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Lors de ces réunions, le Comité *Ad Hoc* s'est assuré que l'Expert Indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, dans le calendrier envisagé, notamment auprès du management de la Société avec lequel l'Expert a eu l'occasion d'échanger à plusieurs reprises.

Le Comité *Ad Hoc* a noté que l'Expert Indépendant a notamment eu accès, dans le cadre de sa mission au nouveau plan d'affaires (le « **Plan d'Affaires** ») du groupe Orapi, tel qu'établi selon les procédures habituelles par l'équipe de direction de la Société puis arrêté par le Conseil d'administration à l'unanimité de ses membres (dont les membres du Comité *Ad Hoc*) lors de sa réunion du 26 juin 2024, ainsi que toutes les informations nécessaires à

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

sa justification et à sa compréhension. Il est rappelé que le Plan d'Affaires a été préparé et arrêté à la suite de la constatation par le directoire de la Société, le 5 mars 2024, en conséquence des résultats du groupe Orapi au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2023, de la caducité du précédent plan d'affaires dit « Orapi 2025 ».

Le Comité *Ad Hoc* n'a pas été informé et n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement de la mission de l'Expert Indépendant.

C – Lettres d'actionnaires minoritaires

Une lettre en provenance d'une personne se présentant comme actionnaire minoritaire a été reçue le 9 octobre 2024 par l'Expert Indépendant. Une seconde lettre d'un actionnaire minoritaire a ensuite été reçue le 22 octobre 2024 par l'Expert Indépendant. Le cabinet Crowe HAF répond en section 6 de son rapport aux observations contenues dans ces courriers, correspondant principalement à des correspondances précédemment adressées à l'AMF et à l'expert indépendant intervenu dans le cadre l'offre publique d'achat initiée en 2023 par l'Initiateur et visant les actions ordinaires de la Société.

D - Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

Les conclusions des travaux de l'Expert Indépendant sont reproduites ci-dessous :

« En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix constaté sur les opérations d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 6,50 € par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Orapi ».

E - Conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc

Le 31 octobre 2024, le Comité *Ad Hoc* a finalisé, au regard notamment, (i) du projet de note d'information de l'Initiateur (comprenant des intentions exprimées par ce dernier majoritairement conformes à celles exprimées dans le cadre de l'offre publique d'achat visant les actions ordinaires de la Société initiée par l'Initiateur en 2023 (l' « **OPA** »)) et (ii) du rapport définitif de l'Expert Indépendant sur l'Offre et de la présentation qui en a été faite par ce dernier, sa recommandation au Conseil d'administration.

- s'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour la Société**, le Comité *Ad hoc* relève que :
  - le projet de note d'information indique que l'Initiateur a l'intention « *à la suite du Retrait Obligatoire et pour les 12 mois à venir, de poursuivre les principales politiques et orientations commerciales des activités du Groupe telles qu'initiées par la direction de la Société depuis l'acquisition du contrôle de la Société par Groupe Paredes Orapi.* » ;
  - l'Initiateur a souligné que le nouveau Plan d'Affaires prévoyait notamment un impact des synergies sur l'EBITDA de près de 7 millions d'euros à horizon du plan d'affaires de la Société en 2031, avec, entre autres :
    - un rapprochement des directions Achats des deux (2) groupes afin d'optimiser les processus d'achats permettant ainsi d'anticiper une baisse de 3% sur les achats externes ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- une internalisation de 50% des achats externes Chimie de Groupe Paredes et des achats externes Ouate d'Orapi pour toutes les références le permettant ;
- un démarrage d'un projet de convergence des gammes des produits vendus, visant à aboutir à un catalogue commun unique à Groupe Paredes et Orapi ;
- la mise en place progressive d'un rapprochement des politiques en matière sociale des sociétés françaises d'Orapi sur celles du groupe Paredes, sur la base des politiques applicables au sein du groupe Paredes, globalement plus avantageuses ;
- une évaluation de la pérennité des filiales étrangères en perte ; et
- une évaluation des opportunités de regroupement de certains sites des deux (2) groupes et, en fonction des résultats de ces évaluations et de leurs impacts, éventuelle mise en œuvre des regroupements qui seraient jugés pertinents pour le développement du groupe Paredes Orapi. A cet égard, l'Initiateur a également relevé qu'un projet de cession du site de Vaulx-en-Velin avait été initié, sans qu'à ce jour aucune documentation contraignante relative à la cession dudit site n'ait été conclue ;

▪ l'Initiateur envisage de faire en sorte que la Société soit transformée en société par actions simplifiée à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et indique que, à moyen terme, des opérations de réorganisation pourront être envisagées dans le cadre de la mise en œuvre de la stratégie du Groupe et afin de simplifier l'organigramme du groupe Groupe Paredes Orapi ;

▪ Groupe Paredes Orapi envisage de demander le remboursement en numéraire des ORA 2 émises par ORAPI en totalité, dans un calendrier qui sera fonction des capacités de remboursement de la Société de sorte qu'un tel remboursement ne porte pas atteinte à l'activité du groupe ORAPI ;

▪ la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettrait également de réduire les coûts de fonctionnement et de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes règlementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote ;

– s'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour les actionnaires**, au plan financier, le Comité *Ad hoc* note que :

▪ afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'Offre, soit 6,50 euros par action, l'Expert indépendant a retenu plusieurs méthodes et références d'évaluation, à savoir (i) à titre principal la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du groupe Orapi ainsi que la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et (ii) la méthode des comparables boursiers et la référence au cours de bourse ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- il ressort ainsi des travaux de l'Expert Indépendant :

  - que le prix de l'Offre, 6,50 euros par action ordinaire correspond à la fois au prix d'acquisition des actions précédemment accepté par les deux anciens actionnaires de contrôle de la Société (i.e. le groupe familial Chifflot et Kartesia), au prix de l'OPA mais également au prix moyen pondéré par les volumes d'acquisition d'actions ordinaires par l'Initiateur entre le 11 mars et le 25 avril 2024 ; l'Expert Indépendant retenant ainsi les prix extériorisés dans le cadre de ces transactions comme une référence importante afin d'apprécier le prix de l'Offre ;

  - que le prix de l'Offre induit une prime de 24,1 % sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie, soit 5,24 euros par action ordinaire ;

  - que par la méthode des comparables boursiers, la valeur d'une action ordinaire s'établirait à 5,17 euros, faisant ressortir au prix de l'Offre une prime de 25,6 % sur cette valeur ; et

  - que le prix de l'Offre fait apparaître des niveaux de primes de 5,2 % par rapport au cours de clôture du 9 septembre 2024, dernier jour de négociation précédant l'annonce des termes de l'Offre, de 8,4 % sur le cours moyen pondéré par les volumes sur les soixante jours précédant cette même date ; étant précisé que, compte tenu notamment du faible volume d'échange des actions Orapi au cours des derniers mois, la référence au cours de bourse n'a été retenue qu'à titre secondaire par l'Expert Indépendant ;

- s'agissant de l'analyse du Plan d'Affaires, intégrant les effets des synergies et dissynergies issues du rapprochement entre les groupes Orapi et Paredes, permettant ainsi aux actionnaires de bénéficier de l'ensemble de ces synergies, l'Expert Indépendant a indiqué considérer les hypothèses retenues par la Société lors de son établissement comme vraisemblables et cohérentes ;

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une fenêtre de liquidité immédiate et intégrale ;

- le cabinet Crowe HAF a confirmé, à l'issue de ses travaux, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires d'Orapi ;

- en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué que « *compte tenu des besoins financiers de la Société nécessaires à la poursuite de son développement dans le cadre de son nouveau plan d'affaires, l'Initiateur n'envisage pas de proposer de distribution de dividendes à court terme*», (étant rappelé qu'aucun dividende n'a été distribué par la Société au cours des six derniers exercices).

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- s'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour les salariés**, le Comité *Ad Hoc* relève que :

  - le projet de note d'information de l'Initiateur précise qu'« *afin de permettre la poursuite du développement des activités de la Société, Groupe Paredes Orapi a initié la mise en place d'un plan d'intégration du Groupe au sein du nouveau groupe Groupe Paredes Orapi avec pour objectif le maintien de l'emploi au sein de ce nouveau groupe constitué à un horizon de trois (3) ans sur le périmètre France, sauf en cas de forte dégradation du contexte économique et/ou des performances financières de la Société* » ;

  - conformément au Plan d'Affaires et comme indiqué précédemment, la mise en place progressive d'un rapprochement des politiques en matière sociale des sociétés françaises d'Orapi sur celles du groupe Paredes, sur la base des politiques applicables au sein du groupe Paredes, globalement plus avantageuses selon l'Initiateur, devrait être favorable aux salariés ;

En conclusion de quoi :

- Le Comité *Ad Hoc* a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information et a pris connaissance des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant (en ce compris les réponses formulées aux observations des actionnaires minoritaires de la Société) ;

- Le Comité *Ad Hoc* a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de chacun ;

- Le Comité *Ad Hoc* considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables d'un point de vue financier ;

- Le Comité *Ad Hoc* prend acte qu'à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sera mise en œuvre, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies et que, dans ce cadre, les actions ordinaires de la Société qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 6,50 euros par Action nette de frais ; et

- À la suite de sa réunion du 31 octobre 2024, il recommande à l'unanimité de ses membres participant au vote (étant précisé que Monsieur Eric Palanque, en tant qu'administrateur issu du groupe de l'Initiateur, s'est abstenu de participer aux débats et de voter) au Conseil d'administration de la Société d'émettre un avis favorable sur l'Offre.

II. Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité *Ad Hoc* et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs et garants, Portzamparc BNP Paribas Group et Crédit Industriel et Commercial, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité *Ad Hoc* et (v) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

avoir délibéré, et étant précisé que Monsieur François-Xavier Thuilleur et Monsieur Eric Palanque, en tant qu'administrateurs issus du groupe de l'Initiateur, se sont abstenus de participer aux débats et de voter,

Décide, à l'unanimité des membres ayant pris part aux délibérations et au vote, à savoir la société GALI, représentée par Madame Martine Griffon-Fouco, la société FANTINNOV, représentée par Madame Céline Fantin, Madame Marie Glomet et Monsieur Christian Mouillon, administrateurs indépendants :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité *Ad Hoc* ;

- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité *Ad Hoc*, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;

- de recommander aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ;

- de prendre acte que les actions auto-détenues de la Société ne sont pas visées par l'Offre et confirme en tant que de besoin que la société ne les apportera pas à l'Offre ;

- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;

- d'autoriser, en tant que de besoin, le président-directeur général de la Société, avec faculté de subdélégation à la personne de son choix, à l'effet de :

  - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

  - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;

  - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et

  - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse et en particulier le communiqué de presse relatif à la mise à disposition du projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 II du règlement général de l'AMF. » .

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3. INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL

Conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure d'information-consultation d'un comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ont été transmis au comité social et économique.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE ORAPI

Aucun membre du Conseil d'administration d'ORAPI ne détient d'Actions.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 128.927 de ses propres actions.

Le Conseil d'administration du 29 mai 2024 a pris acte du fait que ces 128.927 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

L'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'est pas partie et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1 Structure du capital de la Société

Le capital de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 6.643.534 euros, divisé en 6.642.634 Actions et 900 actions de préférence, d'un euro de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-dessous présente, à la connaissance de la Société, la répartition le capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théorique (1)	% de droits de vote théorique (1)
Groupe Paredes Orapi	**5.936.639**	**89,36%**	**5.935.739**	**88,27%**
Dont actions ordinaires	*5.935.739*	*89,35%*	*5.935.739*	*88,27%*
Dont actions de préférence	*900*	*0,01%*	-	*0,00%*
Auto-détention	128.927	1,94%	128.927	1,92%
Autres	577.968	8,70%	659.716	9,81%
TOTAL	**6.643.534**	**100,00%**	**6.724.382**	**100,00%**

(1) Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Conformément à ce qui est décrit aux sections 1.1.5.1 (*ORA 2)* et 1.1.5.2 (*Situation de bénéficiaires de plans d'attributions d'actions gratuites*) du Projet de Note d'Information, il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions et Actions de Préférence existantes de la Société. Il n'existe en outre, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

7.2 Participations directes et indirectes au capital de la Société dont elle a connaissance en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 (*Structure du capital de la Société*) ci-dessus du Projet de Note en Réponse.

En outre, au cours des douze (12) derniers mois précédant le dépôt du présent Projet de Note en Réponse, la Société a été informée des opérations suivantes :

(i) <u>Acquisition du Bloc Chifflot</u>

Au résultat de l'Acquisition du Bloc le 19 octobre 2023, à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait 2.315.265 Actions et 2.242.763 ORA 2, soit une participation représentant à cette date 34,85 % du capital et 33,38 % des droits de vote théoriques de la Société, l'Initiateur a franchi, à la hausse, à cette date :

- les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 1/3 du capital et des droits de vote de la société ORAPI ;
- les seuils statutaires de 0,5% et de l'ensemble des multiples de cette fraction jusqu'au seuil statutaire de 34,5% du capital de la société ORAPI ; et
- les seuils statutaires de 0,5% et de l'ensemble des multiples de cette fraction jusqu'au seuil statutaire de 33% des droits de vote de la société ORAPI.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

A cette occasion, l'Initiateur avait déclaré à l'AMF ses intentions pour les six (6) prochains mois en application de l'article L. 233-7 VII du Code de commerce, lesquelles ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 30 octobre 2023[14], repris ci-dessous :

« *Cette acquisition a été financée :*

(i) à hauteur de d'environ 17,5 millions d'euros par des fonds propres apportés notamment par un nouvel actionnaire de Groupe Paredes ; et

(ii) à hauteur d'environ 16,6 millions d'euros, par recours à un crédit bancaire d'un montant global maximum de 47 millions d'euros consenti à Groupe Paredes dans le cadre du projet l'offre publique par un consortium d'établissements de crédits composé de Banque Populaire Auvergne Rhône Alpes et CIC Lyonnaise de Banque, dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- *Une tranche amortissable sur une durée de six (6) ans à compter du 19 octobre 2023 et d'un montant de 28,2 millions d'euros portant intérêts à un taux initial de 6,47% par an ;*
- *Une tranche in fine d'une durée de sept (7) ans à compter du 19 octobre 2023 d'un montant de 18,8 millions d'euros portant intérêts à un taux initial de 6,97% par an ;*
- *Mise en place d'un certain nombre de sûretés usuelles consenties par Groupe Paredes dont un nantissement portant sur l'intégralité titres ORAPI ainsi acquis.*

Groupe Paredes n'agit pas de concert avec un tiers.

Groupe Paredes envisage de poursuivre l'acquisition d'actions ORAPI, notamment dans le cadre du projet d'offre publique d'achat (l'« offre publique ») qu'elle va déposer en application des articles 234-2 et 232-1 du règlement général de l'AMF, et de s'assurer le contrôle du groupe ORAPI. L'offre publique sera suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions sont réunies à la clôture de l'offre.

Le rapprochement stratégique de ORAPI avec Groupe Paredes permettrait de créer un leader français de l'hygiène professionnel, qui présenterait la spécificité d'être intégré verticalement sur ses deux principales familles de produits : la ouate (Groupe Paredes) et la chimie (ORAPI). Afin d'exploiter au mieux cette complémentarité, les premières actions envisagées dans le cadre de ce rapprochement sont les suivantes :

- *Rapprochement des directions Achats afin d'optimiser les processus d'achats ;*
- *Internalisation des achats externes Chimie de Groupe Paredes et des achats externes Ouate d'ORAPI pour toutes les références le permettant ;*
- *Démarrage d'un projet de convergence des gammes des produits vendus, visant à aboutir à un catalogue commun unique à Groupe Paredes et ORAPI ;*
- *Mise en place progressive d'un rapprochement des politiques en matière sociale des sociétés françaises d'ORAPI sur celles du groupe Paredes, sur la base des politiques applicables au sein du groupe Paredes, globalement plus avantageuses ;*
- *Evaluation de la pérennité des filiales étrangères en perte ; et*
- *Evaluation des opportunités de regroupement de certains sites des deux groupes et, en fonction des résultats de ces évaluations et de leurs impacts, éventuelle mise en œuvre des regroupements qui seraient jugés pertinents pour le développement du futur groupe Paredes Orapi.*

Enfin, s'agissant des obligations remboursables en actions d'ORAPI dites « ORA 2 », dont la totalité serait détenue par Groupe Paredes en cas d'acquisition par cette dernière des 952 756 ORA 2

[14] D&I n°223C1732 du 30 octobre 2023.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

actuellement détenues par les entités Kartesia, Groupe Paredes envisage de demander leur remboursement en numéraire en totalité, en une ou plusieurs fois, en fonction des capacités de remboursement d'ORAPI de sorte qu'un tel remboursement ne porte pas atteinte à l'activité du groupe ORAPI.
Groupe Paredes s'est par ailleurs engagé à conduire le plan d'intégration en maintenant l'emploi du nouveau groupe constitué à un horizon de trois (3) ans sur le périmètre France.

Groupe Paredes n'envisage pas de mettre en œuvre les opérations visées à l'article 223-17, 6° du règlement général de l'AMF, à l'exception d'un changement du mode du mode d'administration et de direction de la société ORAPI par adoption de la formule à direction générale et conseil d'administration. Préalablement, il est envisagé la modification du règlement intérieur du conseil de surveillance de la société ORAPI.

Groupe Paredes ne détient aucun des instruments financiers ou accords mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce.

Groupe Paredes n'a pas conclu d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et/ou les droits de vote de Groupe Paredes.

Dans le cadre de l'acquisition du bloc d'actions réalisée le 19 octobre 2023, Monsieur Guy Chifflot, Monsieur Jean-Pierre Gaillard et Monsieur Jérôme Gacoin ont, le 24 octobre 2023, démissionné de leurs fonctions au sein du conseil de surveillance d'ORAPI, étant précisé que s'agissant de Monsieur Jérôme Gacoin, sa démission sera effective à la date de la publication par l'AMF de la décision de conformité du projet d'offre publique. En remplacement de ces membres, le conseil de surveillance d'ORAPI a décidé, le 24 octobre 2023 de coopter Messieurs François-Xavier Thuilleur et Eric Palanque ainsi que, à compter de la date d'effet de la démission de Monsieur Jérôme Gacoin, Madame Eva Paredes.
Monsieur François-Xavier Thuilleur a également été désigné président du conseil de surveillance.

Messieurs Jacques Gaillard et Roland Tchénio ont par ailleurs démissionné de leurs fonctions de censeur au sein du conseil de surveillance d'ORAPI.

Sous réserve de disposer des pouvoirs nécessaires et en conformité à la réglementation applicable, Groupe Paredes envisage de modifier la composition du directoire de la société ORAPI à compter de la date à laquelle l'AMF aura décidé de la conformité de l'offre publique. A cette date, il est envisagé que Monsieur François-Xavier Thuilleur soit désigné président du directoire de la société, qui aura démissionné de ses fonctions au sein du conseil de surveillance et serait remplacé à la présidence de cet organe social par Monsieur Eric Palanque.

Le directoire d'ORAPI serait ainsi composé de Monsieur François-Xavier Thuilleur, Monsieur Etienne Marie, désigné en remplacement de Monsieur Emile Mercier et de Madame Annelise Rousset, qui viendrait compléter le directoire d'ORAPI. ».

Outre les franchissements des seuils légaux de capital et de droits de vote décrits ci-avant, cet avis mentionnait également la conclusion de l'Engagement d'Apport et ses principales caractéristiques[15], lequel avait été porté à la connaissance à la connaissance de l'AMF par l'Initiateur en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

[15] Les termes et conditions de l'Engagement d'Apport sont décrits dans la Note d'Information OPA.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

(ii) Acquisitions dans le cadre de l'OPA

Au résultat de l'OPA, l'Initiateur a franchi, à la hausse :

- dans le cadre de la période initiale de l'OPA, du 27 décembre 2023 au 31 janvier 2024 inclus (à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 5.595.525[16] actions ORAPI représentant autant de droits de vote, soit 84,23% du capital et 81,37% des droits de vote de la Société) :
  - les seuils légaux de 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la société ORAPI[17] ;
  - les seuils statutaires de 35% et de l'ensemble des multiples de la fraction « 0,5% » jusqu'au seuil statutaire de 84% du capital de la société ORAPI ; et
  - les seuils statutaires de 33,5% et de l'ensemble des multiples de de la fraction « 0,5% » jusqu'au seuil statutaire de 81% des droits de vote de la société ORAPI ;

- dans le cadre la période d'offre réouverte de l'OPA, du 12 février au 8 mars 2024 inclus :
  - les seuils statutaires de 84,5% et de l'ensemble des multiples de la fraction « 0,5% » jusqu'au seuil statutaire de 89,5% du capital de la société ORAPI ; et
  - les seuils statutaires de 81,5% et de l'ensemble des multiples de de la fraction « 0,5% » jusqu'au seuil statutaire de 88% des droits de vote de la société ORAPI.

A l'issue de l'OPA, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 5.961.1241[18] actions ORAPI représentant autant de droits de vote, soit 89,73% du capital et 88,08% des droits de vote de la Société.

(iii) Franchissements des seuils de 90% du capital et de 90% des droits de vote de la Société

Entre le 11 mars et le 25 avril 2024, l'Initiateur a acquis hors et sur le marché 103.542 Actions à un prix moyen de 6,4969 euros (arrondi) par Action dans une fourchette comprise entre 6,34 euros et 6,50 euros par Action.

Par ailleurs, l'Initiateur a également acquis, le 28 mars 2024, 900 Actions de Préférence auprès des entités Kartesia Topco S.à.r.l. (à hauteur de 360 Actions de Préférence) et Kartesia Securities V S.à.r.l. à (à hauteur de 540 Actions de Préférence) pour un prix total de 6,50 euros, soit un prix unitaire de 0,0072 euro par Action de Préférence.

Au résultat de ces opérations, l'Initiateur a déclaré :

- le 15 mars 2024[19], avoir franchi en hausse, le 14 mars 2024, le seuil de 90% du capital de la Société et détenir 6.024.759 actions ORAPI[20] représentant autant de droits de vote, soit 90,69% du capital et 89,56% des droits de vote la Société ; puis

- le 26 avril 2024[21], avoir franchi en hausse le 25 avril 2024 le seuil de 90% des droits de vote de la Société et détenir 6.065.566 actions ORAPI[22] représentant 6.064.666 droits de vote, soit 91,30% du capital et 90,18% des droits de vote de la Société.

---

[16] En ce compris les 128.927 Actions détenues en propre par la Société et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.
[17] D&I n°224C0178 du 1er février 2024 et D&I n°224C0259 du 13 février 2024.
[18] En ce compris les 128.927 Actions détenues en propre par la Société et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.
[19] D&I n°224C0404 du 15 mars 2024.
[20] Dont 128.927 Actions détenues par la Société.
[21] D&I n°224C0589 du 26 avril 2024.
[22] Dont 128.927 Actions détenues par la Société et (ii) 900 actions de préférence ORAPI privées de droits de vote.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.3.1 Restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions d'ORAPI

7.3.1.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

En outre, l'article 8.3 des statuts de la Société stipule que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à détenir ou qui cesse de détenir une fraction du capital, des droits de votes ou de titres donnant accès à terme au capital de la Société, égale ou supérieure à 0,5% ou un multiple de cette fraction, sera tenue de notifier à la Société, dans un délai de quinze (15) jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils, le nombre total d'actions, de droits de vote ou de titres donnant accès à terme au capital, qu'elle possède seule directement ou indirectement ou encore de concert.

L'inobservation de l'obligation de déclaration prévue ci-dessus peut être sanctionnée par la privation des droits de vote pour les actions ou droits y attachés excédant la fraction non déclarée, et ce, pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendra jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification prévue audit paragraphe.

La sanction est appliquée si elle fait l'objet d'une demande, consignée au procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires de la Société, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 0,5% au moins du capital de la Société.

7.3.1.2 Transferts d'Actions

Il n'existe aucune restriction statutaire aux transferts des Actions ou des Actions de Préférence (qui ne donnent pas de droit de vote aux décisions collectives des actionnaires de la Société, conformément aux termes et conditions des Actions de Préférence figurant en Annexe 1 des statuts de la Société).

7.3.2 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.4 Liste des détenteurs de titres ORAPI comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 21.6 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

La conversion au porteur d'une action, le transfert de sa propriété, fait perdre à l'action le droit de vote double susvisé.

Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double pourra être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

Pour mémoire, l'intégralité des 49.091 Actions détenues par le fonds commun de placement d'entreprise ORAPI ont été transférées à l'Initiateur dans le cadre de l'OPA.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance à la date du Projet de Note en Réponse d'aucun accord en vigueur à la date du Projet de Note en Réponse pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ORAPI et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de ORAPI

7.7.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Aux termes des stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion, des nominations d'administrateurs peuvent être effectuées par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

Les administrateurs peuvent être actionnaires ou non de la Société.

La durée des fonctions des administrateurs est de six (6) ans ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 65 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus d'un tiers des membres du Conseil d'administration le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si cette proportion est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les administrateurs personnes morales doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, le tout sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Lorsque la personne morale administrateur met fin au mandat de son représentant permanent, elle doit notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, sa décision ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration. Ces nominations doivent intervenir obligatoirement dans les trois mois de la vacance, lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire, sans toutefois être inférieur au minimum légal.

Les nominations provisoires ainsi effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis restent cependant valables.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Lorsque le nombre d'administrateurs devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restant en fonctions doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les administrateurs personnes physiques ne peuvent exercer simultanément dans plus de cinq conseils d'administration ou de surveillance de sociétés anonymes ayant leur siège en France métropolitaine, sauf exceptions prévues par la loi.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Aux termes des stipulations de l'article 12 des statuts de la Société, le Conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques un président (le « **Président** ») et détermine sa rémunération. Il fixe la durée des fonctions du Président qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le conseil peut le révoquer à tout moment.

Nul ne peut être nommé Président du Conseil d'Administration s'il est âgé de plus de 70 ans. Si le Président en fonction vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le Président représente le Conseil d'administration. Il organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la Société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

En cas d'absence ou d'empêchement du Président, le Conseil d'administration désigne parmi ses membres le Président de séance.

7.7.2 Modification des statuts de ORAPI

Aux termes des stipulations de l'article 26 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Elle ne peut, toutefois, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

En outre, aux termes des stipulations de l'article 4 des statuts de la Société, le siège social peut être transféré dans tout le territoire français par une simple décision du Conseil d'administration, sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire. En cas de transfert décidé conformément à la loi par le Conseil d'administration, celui-ci est autorisé à modifier les statuts en conséquence.

Enfin, conformément aux termes et conditions des Actions de Préférence et à la décision des actionnaires de création des Actions de Préférence, le Conseil d'administration est dûment autorisé à constater pour le compte de la Société la conversion des Actions de Préférence en une (1) Action, et les changements résultants à apporter aux statuts de la Société.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, à la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres listées ci-dessous.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires aux membres du personnel salariés et/ou aux mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées ou à certains d'entre eux	30/04/2024 (28ème résolution)	5% du capital social (au jour de la décision d'attribution)	38 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'émettre des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	30/04/2024 (25ème résolution)	5.000.000 euros (de valeur nominale pour les actions), dans la limite du plafond global fixé à la 30ème résolution adoptée par cette assemblée générale 50.000.000 euros (de montant nominal pour les obligations ou autres titres de créance donnant accès au capital social)	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou de sociétés dont elle détient directement ou indirectement plus de la moitié du capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital d'une autre société	30/04/2024 (26ème résolution)	10% du capital social, dans la limite du plafond global fixé à la 30ème résolution adoptée par cette assemblée générale	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'augmentation du capital social par incorporation de réserves, de bénéfices ou primes	30/04/2024 (27ème résolution)	1.000.000 euros	26 mois	Aucune
Autorisation en vue de l'achat par la Société de ses propres actions dans la limite de 10 % du capital	30/04/2024 (23ème résolution)	10% du capital social	18 mois	Aucune
Autorisation donnée e aux fins de réduire le capital de la Société par annulation d'actions propres	30/04/2024 (24ème résolution)	10% du capital social	18 mois	Aucune

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par offre au public autre que celles visées à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par émission d'actions et de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement et ou à termes à des actions de la Société	28/04/2023 (18ème résolution)	5.000.000 euros (de valeur nominale pour les actions) 50.000.000 euros (de montant nominal pour les titres de créance donnant accès au capital social) dans la limite des plafonds globaux fixés à la 21ème résolution adoptée par cette assemblée générale	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par offres au public visées à l'article L. 411-2 1° du code monétaire et financier, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par émission d'actions et de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement et ou à termes à des actions de la Société	28/04/2023 (19ème résolution)	20% du capital social par an au moment de l'émission 50.000.000 euros (de montant nominal pour les titres de créance donnant accès au capital social) dans la limite des plafonds globaux fixés à la 21ème résolution adoptée par cette assemblée générale	26 mois	Aucune
Autorisation donnée à l'effet de fixer, selon les modalités fixées par l'assemblée générale, le prix d'émission sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, de titres de capital à émettre de manière immédiate ou différée	28/04/2023 (20ème résolution)	10% du capital social à la date de cette assemblée générale par période de 12 mois	26 mois	Aucune

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en faveur des salariés ou mandataires sociaux de la Société ou de sociétés liées, adhérant au Plan d'Épargne Groupe	28/04/2023 (22ème résolution)	3% du capital social (au jour de la décision d'attribution) dans la limite du plafond global fixé à la 21ème résolution adoptée par cette assemblée générale	26 mois	Aucune
Délégation de pouvoirs pour constater la réalisation de chacune des augmentations de capital susceptibles de résulter de l'émission des actions ordinaires aux fins de remboursement des ORA 2 et procéder aux modifications corrélatives des statuts	29/07/2020 (6ème résolution)	Nombre total maximum d'actions en cas de remboursement : 8.074.917 actions ordinaires d'une valeur nominale de 1 euro	20 ans	Néant
Autorisation à donner au directoire à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription	30/04/2024 (29ème résolution)	15% de l'émission initiale dans la limite du plafond global fixé à la 30ème résolution adoptée par cette assemblée générale	26 mois	Néant
Fixation du plafond nominal global des émissions de valeurs mobilières	30/04/2024 (30ème résolution)	Plafond global du montant nominal d'augmentation de capital : 5.000.000 euros Plafond global du montant nominal des obligations ou autres titres de créances donnant accès au capital : 50.000.000 euros		Néant

7.9 Accords conclus par ORAPI étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'ORAPI

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord ou engagement significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du Conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, a été désigné le 23 septembre 2024 par le Conseil d'administration de la Société en qualité d'Expert Indépendant, en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 31 octobre 2024, est intégralement reproduit en **Annexe 1** du Projet de Note en Réponse.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

10. PERSONNES RESPONSABLES DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A *ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Orapi

Représentée par Monsieur François-Xavier Thuilleur, Président-directeur général

François-Xavier Thuilleur

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Ce projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

ORAPI

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Orapi initiée par la société Groupe Paredes Orapi

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2024 Crowe HAF

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte 2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération 2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice 2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre 2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché 3
1.2.1 - Activité du Groupe 3
1.2.2 - Historique du Groupe 4
1.2.3 - Actionnariat du Groupe 4
1.2.4 - Description du marché 5
1.2.4.1 - Présentation de la segmentation du marché des détergents et des produits d'entretien en France 5
1.2.4.2 - Présentation du marché des détergents et des produits d'entretien en France, de ses évolutions récentes et de ses perspectives 6
1.2.4.3 - Les déterminants du marché des détergents et des produits d'entretien en France 7
1.2.4.4 - Les acteurs du marché 8
1.2.5 - Comptes consolidés du Groupe. 10
1.2.5.1 - Performance financière historique 10
1.2.5.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie 15
1.3 - Contexte et opération envisagée 19
1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération 19
1.3.1.1 - Acquisition de Bloc et Offre Publique d'Achat 19
1.3.1.2 - Franchissement des seuils de 90% du capital et de 90% des droits de vote du Groupe 19
1.3.1.3 - Motifs de l'Offre 20
1.3.2 - Termes de l'Offre 20

2 - Présentation de l'expert indépendant 21
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global 21
2.1.1 - Présentation générale 21
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes » 21
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois 22
2.3 - Déclaration d'indépendance 23
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 23
2.5 - Rémunération 23
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 24
2.6.1 - Programme de travail 24
2.6.2 - Calendrier de l'étude 25
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées 26
2.6.4 - Informations utilisées 26
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante 27

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé 28
3.1 - Données structurant l'évaluation 28
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions 28
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 29
3.1.3 - Plan d'affaires 30
3.1.3.1 - Construction et approbation 30
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon 30
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (*impairment tests*) 31
3.1.3.4 - Présentation des principales différences avec le plan d'affaires en vigueur lors de l'OPA précédente 31
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées 32
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC) 32
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) 33
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes 33
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs 33
3.2.5 - Méthode des transactions comparables 33
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues 34
3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe 35
3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc 35
3.3.1.2 - Référence à la réalisation de l'OPA 35
3.3.1.3 - Référence aux transactions intervenues sur et hors marché entre mars et avril 202436
3.3.1.4 - Conclusion 37
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 38
3.3.2.1 - Définition de la méthode 38
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires 38
3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles 42
3.3.2.4 - Détermination du flux du deuxième semestre 2024 42
3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation 43
3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale 44
3.3.2.7 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité 44
3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) 46
3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues 46
3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers 47
3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples 48
3.3.3.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT) 49
3.3.3.5 - Application de la méthode 49
3.3.3.6 - Résultats 50
3.3.4 - Référence au cours de bourse (à titre secondaire) 51
3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse 51
3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse 52
3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse 53

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.4 - Analyse des synergies/dissynergies 54

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre des Etablissements Présentateurs 55
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées : 55
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues : 55
4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital 55
4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés 56
4.2.2.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite 56
4.2.2.2 - Flux normatif 57
4.2.2.3 - Détermination du taux d'actualisation 57
4.2.2.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 58
4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés 58
4.2.3 - Référence au cours de bourse 58
4.2.4 - Méthode des comparables boursiers 59
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon 59
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie 59
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables 60
4.2.5 - Référence au cours cible des analystes financiers suivant la valeur 60
4.2.6 - Méthode des transactions comparables 60
4.2.6.1 - Choix de l'échantillon 60
4.2.6.2 - Choix des multiples et méthodologie 60
4.2.6.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables 61
4.2.7 - Référence à l'actif net comptable 61

5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre 62
5.1 - Analyse des accords connexes à l'Offre 62
5.2 - Analyse des potentiels effets de la procédure amiable en cours 62

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires 63
6.1 - Existence de potentielles contreparties à l'Offre entre Kartesia et Paredes 63
6.2 - Eléments de valorisation à prendre en compte pour évaluer le Groupe 63
6.2.1 - Cession de certains sites de production 63
6.2.2 - Arrêt de la convention de services entre le Groupe et La Financière MG3F 63
6.2.3 - Compte courant dû par La Financière MG3F au Groupe 64
6.2.4 - Baisse des investissements dans les années à venir 64
6.2.5 - Déficits fiscaux reportables 64
6.2.6 - Créances liées à l'affacturage 64
6.2.7 - Clauses de retour à meilleure fortune Orapi Hygiène 65
6.3 - Appréciation du Prix d'Offre 65

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert 66

8 - Annexe – Lettre de mission 68

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Orapi le 23 septembre 2024 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO).

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ORAPI

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« Offre » ou l'« OPR-RO ») portant sur les actions de la société Orapi (ci-après avec l'ensemble de ses filiales « Orapi » ou le « Groupe ») initiée par la société Groupe Paredes Orapi (ci-après « Paredes » ou l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 23 septembre 2024 par le Conseil d'Administration du Groupe comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I, 1° et 2°, et II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF, la Société visée étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur de l'Offre, et ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter son indépendance, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Orapi dans le cadre de l'Offre s'établit à 6,50€ par action (ci-après le « Prix d'Offre »).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le Groupe, l'Initiateur, ou leurs conseils respectifs, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre des Etablissements Présentateurs
5. Analyse des éléments connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

L'Initiateur est une société anonyme à conseil d'administration de droit français dont le siège social est situé 190, avenue Thiers, Immeuble Etoile Part-Dieu – 69006 Lyon, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 955.509.609.

Créé à Lyon dans les années 1940, l'Initiateur est un acteur majeur dans le secteur de l'hygiène et de la protection professionnelle proposant une large gamme de produits, allant des consommables d'hygiène (essuie-mains, savons, désinfectants) aux équipements de protection individuelle (gants, masques, vêtements professionnels).

L'année 1974 marque un tournant dans son histoire et son orientation stratégique, avec une attention particulière portée sur l'innovation à l'instar de l'invention du premier distributeur d'essuie-mains à découpe automatique.

A partir des années 80, le Groupe s'internationalise avec la création d'une filiale en Italie et diversifie son activité avec le lancement de la gamme de produits d'entretien et d'équipements de protection individuels durables VEPIA, avec pour objectif l'élargissement de ses marchés cibles.

L'Initiateur adresse sa gamme de produits à une importante diversité d'acteurs d'envergure nationale et internationale dans des secteurs tels que la santé, l'industrie, les entreprises de propreté et les collectivités.

Au 31 décembre 2023, l'Initiateur se positionne comme l'un des leaders français dans son domaine, réalisant un chiffre d'affaires de 217m€, avec une présence à travers plusieurs filiales en Europe et un réseau de distribution couvrant la France, l'Espagne, et d'autres pays européens.

L'Initiateur détient, à la date de notre rapport et préalablement au dépôt de l'OPR-RO, directement et indirectement, 6.065.566 actions du Groupe objet de l'Offre, représentant 91,30% de son capital et 90,19% de ses droits de vote.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

Orapi est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 225, allée des Cèdres – 01150 Saint-Vulbas, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bourg-en-Bresse, sous le numéro 682.031.224, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché règlementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000075392, mnémonique « ORAP ».

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

1.2.1 - Activité du Groupe

L'Office de Recherche et d'Application de Produits pour l'Industrie (« ORAPI »), fondé en 1968 par Guy Chifflot, est un groupe français d'envergure principalement nationale spécialisé dans le domaine des produits d'hygiène, de nettoyage et de désinfection destinés aux clients professionnels. L'expertise réputée du Groupe lui permet d'opérer sur divers secteurs tels que la santé, les entreprises de propreté, l'industrie, les loisirs et les transports.

L'offre de produits proposée aux clients du Groupe comprend (i) les *produits de Chimie* regroupant les produits de chimie conçus pour l'hygiène générale (sols, surfaces) et spécialisés (linge, CHR, milieux médicaux) et aux process industriels (entretien du matériel et de machines), (ii) les p*roduits de Ouate* comprenant des produits à base de ouate principalement des essuie-mains et du papier hygiénique, et (iii) des consommables et du matériel tels que des équipements de protection individuels, sacs à déchets, chariots, autolaveuses, etc.

Dans le cadre de la distribution de cette offre de produits, le Groupe décline son activité autour de deux pôles :

- le *Pôle Hygiène* regroupe les produits dédiés à l'hygiène et à la désinfection dans les secteurs des loisirs, de la santé, des collectivités et des entreprises de propreté formant environ 80% du chiffre d'affaires 2023.
- le *Pôle Maintenance* centralise les produits tels que les lubrifiants, nettoyants, adhésifs, produits d'étanchéité et de protection destinés à l'industrie et au secteur des transports représentant environ 20% du chiffre d'affaires 2023.

Si le Groupe est propriétaire de la majeure partie des produits et marques qu'il exploite dans le cadre de son activité *Production* (conception, production et distribution de produits de chimie), représentant environ 40% de son chiffre d'affaires 2023, il a également noué de solides partenariats commerciaux avec un panel diversifié d'acteurs du secteur de l'hygiène dans le cadre de l'implémentation de son activité *Négoce* (distribution de produits de chimie, de ouate et connexes), représentant environ 60% de son chiffre d'affaires 2023.

Soucieux de bénéficier de relais de croissance à l'international, le Groupe dispose de sept usines réparties à travers le globe, dont les deux principales sont situées en France. Son site historique de Saint-Vulbas dispose notamment d'une usine et d'une plateforme logistique sur une surface de 29 000m² tandis que son site de Vénissieux, résultat de l'acquisition de la société Chimiotechnic en 2008, dispose des mêmes installations sur une surface de 24 000m².

Le Groupe opère dans différentes zones géographiques telles que l'Europe du Nord, l'Amérique du Nord, l'Asie, et le reste du monde, résultat de sa stratégie combinant croissance organique et croissance externe avec une vingtaine d'acquisitions réalisées sur la période 1998-2018, mais réalise la majorité de son chiffre d'affaires en France.

En 2023, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 229,1m€ et un résultat opérationnel courant de 2,4m€.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.2.2 - Historique du Groupe

Le Groupe est fondé en 1968 par Guy Chifflot à Lyon. Dès sa création, il se spécialise sur le segment de la maintenance industrielle offrant des lubrifiants et divers produits techniques d'entretien des machines et des équipements.

Le Groupe bénéficie pleinement de la croissance du secteur de l'hygiène au cours des années 1990 et 2000 mais également des effets accrétifs d'acquisitions ciblées. Sa croissance soutenue et exponentielle lui permet de devenir un acteur incontournable sur le marché français.

Son introduction en bourse en 2000 marque la recrudescence de son expansion internationale par le biais d'actions plus importantes de croissance externe. Le Groupe poursuit son développement sur le marché de l'hygiène et de désinfection dans divers pays européens, consolidant ainsi sa réputation et ses ventes à travers le continent.

Procédant à diverses acquisitions dans un laps de temps court, la voracité de ses volontés expansionnistes empêche le Groupe de procéder pleinement à l'intégration de ses nouvelles filiales, entraînant d'importantes difficultés opérationnelles.

Le rythme effréné du nombre d'acquisitions réalisées par le Groupe entre 1998 et 2018 aboutit à une importante augmentation de son levier d'endettement dont la soutenabilité n'était plus permise en raison de résultats opérationnels insuffisants, l'obligeant à procéder à la cession d'une partie de ses filiales au cours de ces dernières années.

Malgré plusieurs plans de restructuration, le Groupe fait appel au fonds Kartesia, négociant une ligne de financement et le rachat de l'ensemble de l'endettement bancaire en France, en échange d'une augmentation de capital réservée, octroyant à ce dernier 29,80% du capital du Groupe.

Contre toute attente, la crise sanitaire a permis au Groupe de bénéficier de l'intensification de la demande pour les produits d'hygiène et de désinfection, aboutissant au recentrage de l'activité sur la production de produits de désinfection et à la définition d'un plan stratégique à horizon 2025 visant une croissance annuelle de 5% et l'introduction de nouveaux produits innovants.

En 2023, il a fait l'objet de différentes acquisitions de titres à son capital de la part de l'Initiateur aboutissant au dépôt d'une Offre Publique d'Achat, et *in fine* à la prise de contrôle du Groupe par l'Initiateur au début de l'année 2024.

1.2.3 - Actionnariat du Groupe

A la date du Projet de Note d'Information la répartition du capital du Groupe était la suivante :

ORAPI - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	**Total des actions**	**% du capital social**	**Droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théorique**
Groupe Paredes Orapi	5 936 639	89,4%	5 935 739	88,3%
Dont actions ordinaires	*5 935 739*	*89,3%*	*5 935 739*	*88,3%*
Dont actions de préférence	*900*	*0,0%*	*0*	*0,0%*
Auto-détention	128 927	1,9%	128 927	1,9%
Autres	577 968	8,7%	659 716	9,8%
Total des actions	**6 643 534**	**100,0%**	**6 724 382**	**100,0%**

Source : Projet de Note d'Information

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.2.4 - Description du marché

1.2.4.1 - Présentation de la segmentation du marché des détergents et des produits d'entretien en France

Le marché global de l'hygiène, qui regroupe un ensemble d'activités liées à la propreté, à la désinfection, et au bien-être des individus et des environnements, présente une importante diversité de sa clientèle, auprès de laquelle les acteurs doivent répondre aux besoins croissants en matière de santé, de sécurité et de durabilité.

Le secteur de l'hygiène est structuré en plusieurs sous-marchés principaux :

- l'hygiène personnelle regroupe principalement les produits liés aux soins du corps, aux soins capillaires, et aux soins bucco-dentaires ;
- l'hygiène domestique et environnementale regroupe principalement les produits d'entretien ménager, les lessives, les produits de vaisselle, et les détergents écologiques ;
- l'hygiène professionnelle regroupe principalement les produits à destination des établissements de santé, des sociétés industrielles, de la restauration, de l'hôtellerie et du secteur agro-alimentaire.

Comme présenté en section 1.2.1, l'offre de produits du Groupe s'articule autour de deux pôles d'activité :

- le pôle Hygiène (hygiène, désinfection, etc.), qui regroupe principalement les secteurs du loisir, de la santé, des collectivités et des entreprises de propreté ;
- le pôle Maintenance (lubrifiants, nettoyants, adhésifs, etc.) est destiné à l'industrie et au secteur des transports.

Notamment, le pôle Hygiène est relatif au marché des détergents et des produits d'entretien, qui regroupe quatre catégories de produits :

- les détergents destinés au nettoyage du linge, de la vaisselle ou de surfaces spécifiques ;
- les produits d'entretien, tels que les désodorisants, les cires et les produits à briller ;
- les savons ménagers ;
- la glycérine, utilisée dans la production de cosmétiques ou de biocarburants.

Les différents acteurs présents sur le secteur s'approvisionnent majoritairement auprès de fournisseurs d'intermédiaires chimiques, qui assurent la formulation des émulsifiants, tensioactifs et autres solvants, contrairement au Groupe qui assure directement la production et la formulation des principes actifs de sa gamme de produits chimiques.

Les produits commercialisés sont ensuite distribués via deux principaux canaux :

- auprès de négociants et de distributeurs (GMS, drogueries, etc.), ces derniers proposant leurs produits directement aux ménages (Canal *BtoBtoC*) ;
- en direct auprès d'une clientèle professionnelle (canal *BtoB*).

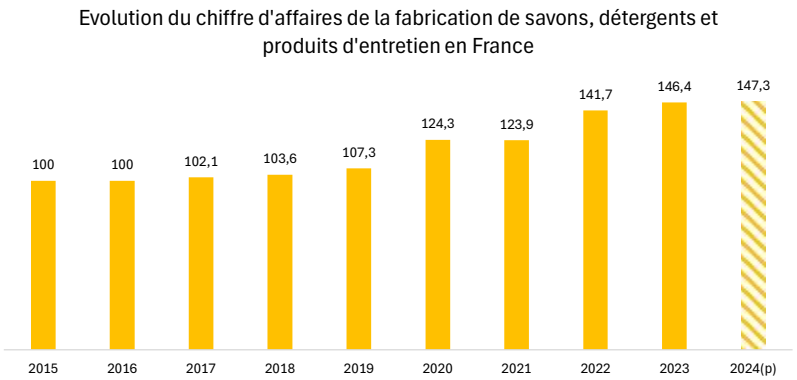
Le secteur est dominé par un nombre restreint d'acteurs qui bénéficient d'importants avantages compétitifs (économies d'échelle, rationalisation de la chaîne logistique, diversification…), et souvent de marques à forte notoriété.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.2.4.2 - Présentation du marché des détergents et des produits d'entretien en France, de ses évolutions récentes et de ses perspectives

Le marché des détergents et des produits d'entretien en France a évolué de +46,4% entre 2015 et 2023, représentant un TCAM de 4,9%, tel qu'illustré ci-dessous (en base 100) :



Depuis 2015, le secteur a connu deux années de croissance exceptionnelles en 2020 et 2022. En effet, l'année 2020 a été marquée par la survenance de la crise sanitaire qui a entrainé un changement conjoncturel sur le marché en raison des besoins sanitaires plus stricts poussant les consommateurs et les entreprises à accroître leurs achats de produits d'hygiène et de désinfection. La hausse de la demande pour ces produits a fortement dynamisé le marché, en réponse aux nouveaux besoins de protection et de propreté.

En 2022, le secteur de l'hygiène et des détergents a enregistré un rebond significatif, en grande partie grâce à la reprise des activités touristiques et hôtelières. Après une période de ralentissement en raison des restrictions de déplacement, la réouverture des frontières et la relance du tourisme ont stimulé la demande en produits de nettoyage et d'hygiène dans les hôtels, restaurants et autres établissements de services. Les normes de propreté, renforcées par les mesures sanitaires, ont accentué la nécessité de détergents et désinfectants de qualité.

Hors prise en compte de ces deux années à la croissance exceptionnelle, le marché a connu une croissance relativement modérée sur la période, avec un TCAM de 1,7%.

A partir de 2022, les industriels ont adopté une politique de déstockage plutôt qu'une augmentation de la production, en réponse à la contraction de la demande des ménages, mais également de l'importante évolution des coûts d'approvisionnement et d'énergie.

Cette tendance baissière de la consommation des ménages en savons, détergents et produits d'entretien se poursuit en 2023 (-7,0%), dans un contexte économique marqué par une inflation élevée, obligeant les ménages soit à limiter leurs achats, soit à se tourner vers le *do it yourself*. Les acteurs du marché ont pu compenser l'impact de cette baisse par une augmentation des prix des produits.

Le marché profite néanmoins d'autres relais de croissance tels que la hausse de la fréquentation dans l'hôtellerie-restauration (respectivement +2,0% et +9,4%), secteur soumis à de strictes normes sanitaires, en raison du dynamisme de l'activité touristique en France. Cette hausse a également profité aux blanchisseries (+13,4%) et entreprises de nettoyage (+7,1%).

En revanche, les exportations sont en baisse (-2,6% en valeur et -8,4% en volume en 2023) en raison de la perte de compétitivité sur des marchés moins *premium*, tels que la Pologne et l'Italie, ainsi que la baisse en volume des flux sortants vers des pays frontaliers comme la Belgique et les Pays-Bas.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Fort de l'ensemble de ces éléments, le marché des détergents et des produits d'entretien en France a connu une croissance de 3,4% sur l'année 2023, pour s'établir à un chiffre d'affaires global de près de 5 milliards d'euros.

En raison de la persistance du contexte inflationniste qui continuera d'influencer les ménages dans leur arbitrage au profit des marques de distributeurs, affichant des prix réduits, mais également de la mise en place d'actions visant à répercuter la hausse du coût de l'énergie et des coûts d'approvisionnement sur les prix de vente, le chiffre d'affaires du marché des détergents et des produits d'entretien en France est attendu en légère hausse (+0,6%) sur l'année 2024.

1.2.4.3 - Les déterminants du marché des détergents et des produits d'entretien en France

L'évolution du marché des détergents et des produits d'entretien est affectée par une multitude de facteurs exogènes, liés notamment à la demande des ménages, aux évolutions technologiques, à l'évolution des normes réglementaires, à la fréquentation des secteurs ciblés et à l'accroissement de la pression concurrentielle.

La demande des ménages

Les ménages consomment la grande majorité des produits du secteur (produits pour le soin du linge, produits d'entretien courant, détergents pour la vaisselle, et produits d'entretien spécifiques).

Dans ce contexte, les grandes et moyennes surfaces représentent le principal canal de distribution pour les industriels du secteur. La demande des ménages en produits d'entretien et détergents est ainsi notamment influencée par l'évolution de leur pouvoir d'achat et par la fréquentation des grandes et moyennes surfaces.

Ces dernières années, le marché des détergents et des produits d'entretien subit également l'essor des produits faits maison.

Les évolutions technologiques

Les entreprises positionnées sur le secteur des détergents et des produits d'entretien investissent massivement dans les actions de recherche et développement, à direction de quatre typologies de technologies et développements : innovations dans les formules concentrées et dosages optimisés, technologies de nettoyage automatisées, ingrédients innovants et durables, et avancées visant à réduire les impacts environnementaux.

Les formules concentrées et les dosages optimisés représentent les avancées majeures du secteur ; permettant *in fine* de réduire la quantité de produit nécessaire, tout en diminuant les coûts logistiques et les impacts environnementaux.

Par exemple, les capsules à dosage unique, popularisées par la marque Tide du groupe Procter & Gamble, ont simplifié l'utilisation pour les consommateurs, notamment pour les lave-vaisselles et les machines à laver.

Par ailleurs, les systèmes de dosage automatisés ont révolutionné le secteur des produits d'entretien industriels dans des environnements professionnels exigeants, tels que la santé publique, l'agroalimentaire et l'hôtellerie.

Le marché a également été transformé par les technologies de nettoyage automatisées. L'intégration de la robotique et de l'intelligence artificielle dans les processus de nettoyage au sein des environnements commerciaux (centres commerciaux, aéroports, etc.) a optimisé le temps consacré à des tâches répétitives, telles que le nettoyage des sols.

En outre, et afin de tenir compte de l'évolution des préoccupations environnementales, les acteurs de marché investissent de plus en plus dans des ingrédients durables. Les formules intègrent

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

désormais plus d'ingrédients d'origine végétale, d'enzymes et de nanotechnologies qui permettent de limiter l'impact écologique tout en optimisant la consommation de ressources.

Enfin, les industriels du secteur investissent dans des emballages éco-responsables réduisant la taille des emballages, et, par conséquent, leur impact environnemental moindre.

L'évolution des normes réglementaires

En raison de sa nature, le marché des détergents et des produits d'entretien est soumis à des normes règlementaires particulièrement strictes visant à protéger la santé des consommateurs, la sécurité des travailleurs et l'environnement.

Tandis que les sanctions associées à l'absence de respect des normes règlementaires en vigueur sont particulièrement dissuasives, les acteurs du marché doivent également répondre aux attentes croissantes des parties tierces en matière de sécurité, de protection de l'environnement et de durabilité.

Dans la mesure où les produits d'entretien contiennent des substances chimiques potentiellement dangereuses pour la santé, et peuvent avoir un impact particulièrement néfaste sur l'environnement, les régulateurs imposent par ailleurs des obligations de formation des travailleurs et des normes d'étiquetage, ainsi qu'un encadrement très strict de la composition des produits.

La fréquentation des secteurs ciblés

En raison de l'existence de normes d'hygiène particulièrement strictes au niveau de certains secteurs ciblés par les acteurs du marché des détergents et des produits d'entretien, à l'instar des secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, mais également de l'exigence croissante de la clientèle de ces derniers, les niveaux de dépenses affectés à l'entretien et au nettoyage sont difficilement compressibles, et ainsi directement affectés par le niveau de fréquentation des établissements.

Par ailleurs, le marché des détergents et des produits d'entretien est également directement impacté par les dépenses des ménages auprès des entreprises de nettoyage, dont ils constituent la principale source d'approvisionnement.

L'accroissement de la pression concurrentielle

En raison de la globalisation du marché des détergents et des produits d'entretien au cours des dernières décennies, la pression concurrentielle existant entre les acteurs est particulièrement importante.

Bien que le marché présente une structure atomisée, avec une multitude de structures de petites tailles, il reste soumis aux dynamiques impulsées par de grands groupes internationaux dont l'offre de service est diversifiée, et dont le leadership constitue une menace pour la pérennité des entreprises locales et artisanales, mais également des groupes d'envergure nationale tels que le Groupe.

En effet, les grands groupes bénéficient d'une rationalisation importante de leur chaîne logistique, avec des relais de croissance implantés à l'international qui ont pour unique finalité de constituer des courroies de distribution des volumes produits ; induisant une pression tarifaire sur l'ensemble des autres acteurs du secteur.

1.2.4.4 - Les acteurs du marché

Le marché des détergents et des produits d'entretien est dominé par des acteurs de grande taille qui concentrent la majorité des parts de marché du secteur. Leur position dominante résulte d'une présence géographique à l'international, de chaînes d'approvisionnement efficaces et optimisées, mais également d'une large profondeur de gammes de produits et d'outils industriels performants

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

qui permettent de proposer des produits standardisés ou adaptés aux spécificités des marchés locaux à des prix compétitifs et dans des délais courts.

Les principaux acteurs existant sur le marché des détergents et des produits d'entretien sont Procter & Gamble, McBride, Unilever, Henkel, Reckitt et The Clorox Company.

En outre, il existe également des acteurs de taille plus modeste, spécialisés dans les produits d'entretien, et qui jouent un rôle crucial auprès de la clientèle ciblée en répondant à des besoins spécifiques du marché : production et distribution de produits écologiques et durables, produits de niche à destination de l'hygiène professionnelle et du secteur industriel, et production et distribution de produits innovants.

Tandis que les acteurs spécialisés dans les produits écologiques et durables, à l'instar d'Ecover, The Honest Company ou Seventh Generation, permettent de répondre à la demande croissante liée aux préoccupations environnementales et aux besoins de traçabilité et de responsabilisation des consommateurs, les sociétés spécialisés dans les produits de niche, telles que Diversey, Essity, Ecolab ou Kimberly-Clark Professional, qui proposent par ailleurs des gammes de produits plus traditionnels, apportent des réponses sur des segments non couverts par les principaux acteurs du marché.

Au sein du panorama concurrentiel du marché des détergents et des produits d'entretien, les *start-ups* innovantes telles que Blueland et Tru Earth jouent quant à elles le rôle de catalyseur dans les avancées technologiques des produits et process de fabrication.

Au cours des dernières années, le marché des détergents et des produits d'entretien a connu une mutation et une redistribution des forces en présence, avec l'émergence des marques de distributeurs proposées par les chaînes d'hypermarché et de supermarché, principalement en Europe et aux Etats-Unis. En effet, les produits et solutions proposés par ces derniers représentent des alternatives moins coûteuses, tout en affichant une qualité équivalente, en rapport des grandes marques présentes sur le secteur.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.2.5 - Comptes consolidés du Groupe.

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la société Orapi, comprend 22 sociétés consolidées par intégration globale au 30 juin 2024.

Il se décompose entre 19 sociétés dont le capital est détenu à 100% par le Groupe, et 3 sociétés pour lesquelles il existe des intérêts minoritaires :

- la société MHE, détenue à hauteur de 65,0% ;
- la société ODSL, détenue à hauteur de 60,0% ;
- la société Orapi *Middle East Trading*, détenue à hauteur de 51,0%.

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, le Groupe applique le référentiel comptable IFRS. Ceux-ci ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans notre analyse.

Nous précisons que le Groupe applique entre autres les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, entrée en vigueur le 1er janvier 2019. Les impacts de cette norme s'observent au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'additionner à ces dernières) et de la dette financière au bilan, ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Dans la mesure où nos travaux de valorisation s'appuient notamment sur des agrégats opérationnels et niveaux de dettes financières nettes n'intégrant pas les effets de la norme IFRS 16 (et de la norme ASC 842, équivalent américain de la norme IFRS 16), nous avons retraité dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère les agrégats opérationnels et le niveau de dette financière nette du Groupe des effets de cette norme.

1.2.5.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des trois derniers exercices est présenté dans le tableau en page suivante.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

ORAPI - Compte de résultat			
En m€	**FY21**	**FY22**	**FY23**
Chiffre d'affaires	**226,6**	**229,6**	**229,1**
Croissance (%)	*-15,3%*	*1,3%*	*-0,2%*
Achats consommés et variation de stocks	-111,6	-120,3	-124,1
En % du CA	*49,3%*	*52,4%*	*54,2%*
Charges externes	-35,5	-35,3	-34,5
En % du CA	*15,6%*	*15,4%*	*15,1%*
Charges de personnel	-57,4	-56,0	-52,5
En % du CA	*25,3%*	*24,4%*	*22,9%*
Autres charges et produits d'exploitation	0,4	0,6	1,0
En % du CA	*-0,2%*	*-0,2%*	*-0,4%*
Impôts taxes	-2,7	-2,5	-2,7
En % du CA	*1,2%*	*1,1%*	*1,2%*
EBITDA	**19,8**	**16,0**	**16,3**
En % du chiffre d'affaires	*8,7%*	*7,0%*	*7,1%*
Dotations aux amortissements	-12,0	-11,7	-13,5
En % du chiffre d'affaires	*5,3%*	*5,1%*	*5,9%*
Dotations et reprises aux provisions	0,6	0,3	-0,4
En % du chiffre d'affaires	*-0,3%*	*-0,1%*	*0,2%*
Résultat Opérationnel Courant	**8,4**	**4,6**	**2,4**
En % du chiffre d'affaires	*3,7%*	*2,0%*	*1,0%*
Autres produits et charges opérationnels	-1,3	-1,7	-18,4
En % du chiffre d'affaires	*0,6%*	*0,8%*	*8,0%*
Résultat Opérationnel	**7,1**	**2,9**	**-16,0**
En % du chiffre d'affaires	*3,1%*	*1,2%*	*-7,0%*
Coût de l'endettement financier net	-5,9	-1,5	-1,9
Autres produits et charges financiers	-0,1	-0,1	-0,3
Impôt sur le résultat	-0,7	-0,3	-0,1
Résultat net de l'ensemble consolidé des activités poursuivies	**0,4**	**0,9**	**-18,3**
Résultat net des activités abandonnées	0,0	0,0	-0,1
Résultat net de l'ensemble consolidé	**0,4**	**0,9**	**-18,5**
Résultat net (Part des intérêts minoritaires)	0,2	0,1	0,3
Résultat net	**0,2**	**0,8**	**-18,8**
Charges en % des charges opérationnelles			
Charges opérationnelles	**-206,8**	**-213,6**	**-212,8**
Achats consommés et variation de stocks	*54,0%*	*56,3%*	*58,3%*
Autres charges externes	*17,1%*	*16,5%*	*16,2%*
Charges de personnel	*27,8%*	*26,2%*	*24,7%*
Autres charges et produits d'exploitation	*(0,2%)*	*(0,3%)*	*(0,5%)*
Impôts et Taxes	*1,3%*	*1,2%*	*1,3%*

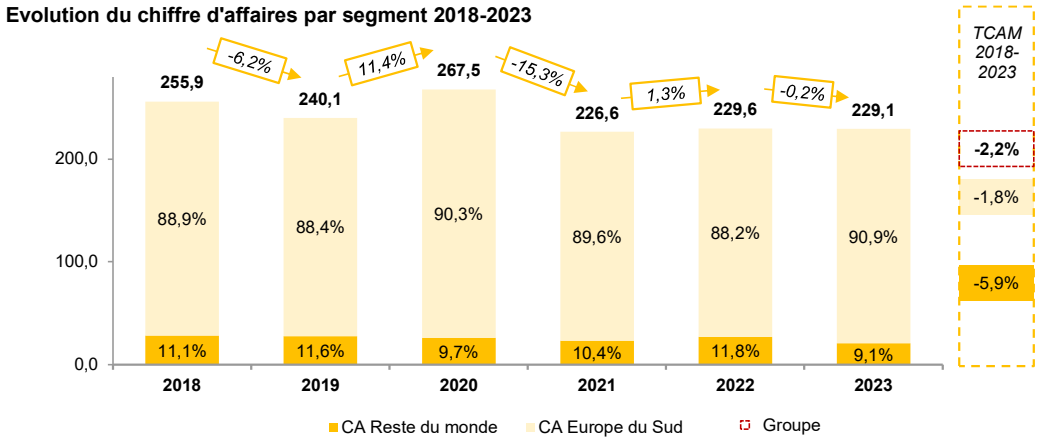
Source : Comptes annuels au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 d'ORAPI

Chiffre d'affaires

Entre 2018 et 2023, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 255,9m€ à 229,1m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de -2,2% sur la période (contre un TCAM environ nul à périmètre constant sur la période), avec une disparité importante des croissances annuelles, tel que présenté en page suivante.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84



Entre 2018 et 2019, le chiffre d'affaires baisse de 6,2%, et passe de 255,9m€ à 240,1m€. La diminution du chiffre d'affaires s'explique notamment par la cession de la société DACD, qui représentait environ 13m€ de CA consolidé en 2018 et 3,4m€ de CA consolidé en 2019 (la cession étant intervenue à la fin du T1 2019), mais également par une baisse des ventes sur le marché des entreprises de propreté sur le T4 2019 et une conjoncture politico-économique défavorable sur le territoire français.

Entre 2019 et 2020, le chiffre d'affaires progresse fortement (+11,4%) et passe de 240,1m€ à 267,5m€. Les impacts négatifs de la déconsolidation de la société DACD et de la cession de la société Médilis, ainsi que le repli des ventes de produits à destination de marchés impactés par les restrictions sanitaires (restauration, hôtellerie…), ont été surcompensés majoritairement par l'importante augmentation de la demande en gels hydroalcooliques, lingettes, produits de désinfection et EPI, et dans une moindre mesure par la mise en intégration globale de la société ODSL sur le S2 2020.

Sur le périmètre France, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 203,0m€ en 2019 à 229,4m€ en 2020, avec une variation du chiffre d'affaires expliquée par des effets périmètre (-4,4m€), volumes de ventes (-25,3m€), prix (+1,5m€) et crise sanitaire (+54,6m€).

Entre 2020 et 2021, le chiffre d'affaires baisse fortement (-15,3%), reflétant un retour à une situation plus normative par rapport à 2020 et passe de 267,5m€ à 226,6m€. Tandis que le principal impact de la baisse du chiffre d'affaires est lié à un repli de la demande en produits désinfectants en raison de la sortie progressive de la crise sanitaire, le Groupe a également subi le contrecoup de la cession de la société PHEM.

Sur le périmètre France, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 229,4m€ en 2020 à 190,3m€ en 2021, avec une variation du chiffre d'affaires expliquée par des effets périmètre (-5,8m€), volumes de ventes (+0,7m€), prix (+2,2m€) et crise sanitaire (-36,2m€).

Entre 2021 et 2022, le chiffre d'affaires est en légère hausse (+1,3%), et passe de 226,6m€ à 229,6m€. Les impacts négatifs de la déconsolidation de la société PHEM, de l'attentisme de la demande sur le marché français, et de la baisse des volumes sur les produits plébiscités lors de la crise sanitaire, ont été surcompensés par le renouvellement de marchés majeurs, le gain de nouveaux référencements significatifs, et la répercussion de l'inflation des coûts sur les prix de vente.

Sur le périmètre France, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 190,3m€ en 2021 à 189,1m€ en 2022, avec une variation du chiffre d'affaires expliquée par des effets périmètre (-5,4m€), volumes de ventes (+3,2m€), prix (+11,4m€) et crise sanitaire (-10,4m€).

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

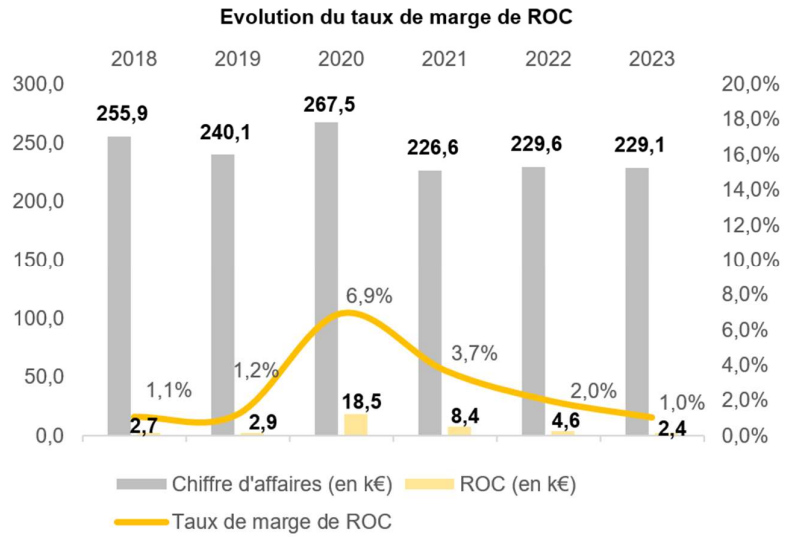
Entre 2022 et 2023, le chiffre d'affaires stagne (-0,2%), et passe de 229,6m€ à 229,1m€. Les impacts négatifs de l'arrêt des activités non rentables de la filiale Orapi Nordics, l'annulation de 75% des volumes du contrat de sous-traitance sur le site de Vénissieux, et la baisse des volumes sur les produits plébiscités lors de la crise sanitaire, ont été compensés par la répercussion de l'inflation des coûts sur les prix de vente.

Sur le périmètre France, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 189,1m€ en 2022 à 190,8m€ en 2023, avec une variation du chiffre d'affaires expliquée par des effets périmètre (-2,5m€), volumes de ventes (+2,2m€), prix (+9,0m€) et crise sanitaire (-6,7m€).

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC)

Le Résultat Opérationnel Courant du Groupe correspond à son chiffre d'affaires minoré des achats consommés et variation de stocks, des charges externes, des charges de personnel, d'autres charges et produits d'exploitation, d'impôts et taxes d'exploitation, de dotations aux amortissements et de dotations aux provisions nettes de reprises.

Entre 2018 et 2023, le Résultat Opérationnel Courant du Groupe est passé de 2,7m€ à 2,4m€, avec une évolution du taux de marge opérationnelle en U inversé sur la période tel que présenté ci-dessous :



Entre 2018 et 2019, le taux de marge brute et le taux de marge opérationnelle sont stables. Malgré la cession de la société DACD, particulièrement rentable, le recentrage de l'activité sur les marchés à forte rentabilité et bénéficiant du modèle d'intégration verticale du Groupe ont permis de maintenir ses taux de rentabilité.

Entre 2019 et 2020, le taux de marge brute et de marge opérationnelle augmentent fortement, s'établissant respectivement à 52,7% du chiffre d'affaires et 6,9% du chiffre d'affaires. Tandis que l'évolution du mix produit résultant de la survenance de la crise sanitaire a permis d'améliorer la marge brute, la hausse en montant des charges externes et des charges de personnel a été surcompensée par l'effet de rationalisation des charges opérationnelles fixes lié à la forte augmentation de l'activité.

Entre 2020 et 2021, le taux de marge brute et de marge opérationnelle se contractent fortement, s'établissant respectivement à 50,7% du chiffre d'affaires et 3,7% du chiffre d'affaires. Tandis que le repli de la demande en produits à forte marge impacte la marge brute, la baisse en montant des charges externes et des charges de personnel n'ont pas permis de compenser la baisse de l'activité, qui a induit un recul de l'effet de rationalisation des charges opérationnelles fixes.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Entre 2021 et 2022, le taux de marge brute et de marge opérationnelle continuent leur décroissance, s'établissant respectivement à 47,6% du chiffre d'affaires et 2,0% du chiffre d'affaires. Tandis que la marge brute est impactée à la fois par l'évolution du mix produit et les effets liés à l'inflation des coûts, les efforts de réduction des charges externes et des charges de personnel ont permis de limiter la baisse de la marge opérationnelle.

Entre 2022 et 2023, le taux de marge brute et de marge opérationnelle sont en baisse, s'établissant respectivement à 45,8% du chiffre d'affaires et 1,0% du chiffre d'affaires. Les effets induisant l'évolution de la rentabilité du Groupe sur l'année constituent le prolongement de ceux extériorisés entre 2021 et 2022.

Le résultat opérationnel (RO)

Le passage entre le ROC et le RO correspond à la comptabilisation d'éléments compris dans le poste « Autres produits et charges opérationnels non courants », de nature non récurrente.

Sur les cinq dernières années, ce poste est majoritairement constitué de dépréciations liées à la mise en œuvre des tests d'*impairment* sur les différentes Unité Génératrices de Trésorerie (ci-après les « UGT ») du Groupe ainsi que de plus ou moins-values sur les opérations de cession de sociétés (correspondant aux variations de périmètre du Groupe).

Sur les trois derniers exercices, le résultat opérationnel passe de 7,1m€ en 2021 à -16,0m€ en 2023 ; la baisse graduelle du ROC et la dépréciation des UGT du Groupe expliquant cette baisse.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à -6,0m€ en 2021, -1,7m€ en 2022 et -2,2m€ en 2023.

L'importante baisse de la charge financière nette entre 2021 et 2022 est notamment portée par les effets du remboursement intégral de la première tranche d'obligations remboursables en actions « ORA1 » et des obligations simples non cotées « *New Money* » en date du 22 décembre 2021.

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant, après l'intégration d'une charge d'impôt sur le résultat avant impôt du Groupe.

EBIT[1]

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin d'évaluer le Groupe par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par le Groupe et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant comme étant l'EBIT.

En effet, le ROC du Groupe est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels avant prise en compte des éléments non récurrents affectant la performance opérationnelle et financière du Groupe.

[1] *Earnings Before Interest & Tax*

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nous précisons que l'EBIT retenu dans nos travaux d'évaluation correspond à un EBIT avant prise en compte de la norme IFRS 16.

Par ailleurs, et dans la mesure où le plan d'affaires du Groupe a été élaboré selon les dispositions des normes comptables françaises (normes ANC), nous avons également corrigé l'EBIT du Groupe de la charge de Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises qui a été éliminée des charges opérationnelles.

1.2.5.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Le bilan économique consolidé des trois derniers exercices, ainsi qu'au 30 juin 2024, est présenté dans le tableau ci-dessous :

ORAPI - Bilan économique				
En m€	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**30/06/2024**
Goodwill	37,2	36,9	23,9	11,0
Immobilisations incorporelles	6,8	6,3	6,2	5,8
Immobilisations corporelles	19,8	22,2	19,4	18,9
Actifs au titre des droits d'utilisation	27,1	25,7	39,8	37,4
Actifs financiers non courants	2,6	2,6	2,4	2,7
Actif immobilisé	**93,5**	**93,6**	**91,7**	**75,7**
Actif courant	79,1	87,9	77,6	89,7
Passif courant	-58,0	-62,2	-61,1	-67,2
Besoin en Fonds de Roulement	**21,1**	**25,6**	**16,5**	**22,5**
Impôts différés (nets)	**0,2**	**0,0**	**0,6**	**0,8**
Capitaux Employés	**114,9**	**119,3**	**108,8**	**98,9**
Capital social	6,6	6,6	6,6	6,6
Prime, réserves, report à nouveau	52,3	53,1	53,7	34,9
Réserves de conversion	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
Résultat de l'exercice	0,2	0,8	-18,8	-13,7
Capitaux Propres - part du Groupe	**58,6**	**60,0**	**41,0**	**27,5**
Intérêts minoritaires	1,0	1,1	1,3	1,4
Capitaux Propres	**59,7**	**61,1**	**42,3**	**28,9**
Provisions pour IDR*	3,9	2,8	3,1	3,2
Provisions non courantes	**3,9**	**2,8**	**3,1**	**3,2**
Passifs de location	27,4	26,3	40,7	38,5
Dettes factors	13,6	16,5	16,1	20,9
Dette financière bancaire	21,0	21,7	19,9	19,3
Dette financière	62,0	64,5	76,7	78,7
Trésorerie et équivalents	-10,8	-9,1	-13,2	-11,9
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**51,3**	**55,5**	**63,4**	**66,8**
Capitaux Investis	**114,9**	**119,3**	**108,8**	**98,9**

Source : Comptes annuels au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 et comptes semestriels au 30 juin 2024 d'ORAPI

Au 30 juin 2024, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 75,7m€ et se compose essentiellement des droits d'utilisation relatifs à IFRS 16, d'immobilisations corporelles et de goodwill.

Le goodwill du Groupe, qui résulte d'acquisitions passées et de la mise en œuvre d'une stratégie de croissance externe, s'élève à 11,0m€ au 30 juin 2024. Son évolution de -12,9m€ sur le premier semestre 2024 est principalement liée à la perte de valeur extériorisée par les tests de dépréciation menés à cette même date.

Les immobilisations incorporelles du Groupe s'établissent à 5,8m€ au 30 juin 2024. Elles se composent principalement de logiciels (1,9m€), de marques (0,3m€), du contrat Reckitt (0,8m€) ainsi que de relations clients reconnues dans le cadre de la mise en œuvre d'exercices d'allocation de prix d'acquisition (2,7m€).

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 18,9m€ au 30 juin 2024, se composent essentiellement de terrains, de constructions ainsi que de machines et autres équipements.

Les droits d'utilisation concernent essentiellement les constructions (34,0m€) dont le Groupe n'est pas propriétaire. Ces droits d'utilisation, liés aux contrats de location, s'élèvent à 37,4m€ au 30 juin 2024 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1er janvier 2019.

Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle, à l'exception de ceux dont la durée est inférieure ou égale à un an et/ou l'actif sous-jacent sont de faible valeur, sont désormais traités comme des contrats de location-financement et doivent être inclus au bilan sous forme de droits d'utilisation et de dette locative.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (0,8m€ au 30 juin 2024), qui résultent principalement d'impôts différés liés aux avantages sociaux, à des retraitements de consolidation et à des déficits fiscaux reportables.

Les capitaux propres (part du Groupe) s'élèvent à 27,5m€ au 30 juin 2024. Leur évolution depuis le 31 décembre 2021 découle principalement des résultats du Groupe.

Les provisions s'élèvent à 3,2m€ au 30 juin 2024 (3,1m€ au 31 décembre 2023). Elles se composent uniquement de provisions pour indemnités de départ à la retraite.

La dette financière nette comptable du Groupe s'élève à 66,8m€ au 30 juin 2024 et se compose :

- de passifs d'obligations locatives IFRS 16 liés à l'application de la norme depuis le 1er janvier 2019, pour 38,5m€ ;
- de dettes auprès des *factors* résultant de créances cédées via des contrats d'affacturage à durée indéterminée, pour 20,9m€. Les créances cédées sont des créances hors Groupe auprès de clients français ;
- d'emprunts obligataires convertibles (ci-après les « ORA 2 »), pour 16,6m€. L'option de conversion de ces ORA 2 est devenue caduque depuis la réalisation de l'OPA précédente ;
- d'emprunts auprès d'établissements de crédit, pour 2,0m€ ;
- de découvert bancaires, pour 0,6m€ ;
- de disponibilités, pour 11,9m€.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Besoin en fonds de roulement (BFR)

ORAPI - Besoin en Fonds de Roulement				
En m€	**31/12/2021**	**31/12/2022**	**31/12/2023**	**30/06/2024**
Stocks	31,9	36,5	31,3	33,6
en jours de CA	*51 jours*	*58 jours*	*50 jours*	*53 jours*
Créances clients	35,5	39,1	36,0	43,9
en jours de CA	*57 jours*	*62 jours*	*57 jours*	*69 jours*
Autres créances courantes	11,7	12,3	10,3	12,2
en jours de CA	*19 jours*	*19 jours*	*16 jours*	*19 jours*
Actif courant	**79,1**	**87,9**	**77,6**	**89,7**
en jours de CA	*127 jours*	*140 jours*	*124 jours*	*141 jours*
Dettes fournisseurs	-38,5	-42,7	-42,0	-48,4
en jours de CA	*-62 jours*	*-68 jours*	*-67 jours*	*-76 jours*
Dettes fiscales et sociales	-13,7	-14,4	-13,7	-14,0
en jours de CA	*-22 jours*	*-23 jours*	*-22 jours*	*-22 jours*
Autres dettes/passifs courants	-5,5	-4,9	-5,1	-4,6
en jours de CA	*-9 jours*	*-8 jours*	*-8 jours*	*-7 jours*
Autres dettes non courantes	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
en jours de CA	*0 jours*	*0 jours*	*0 jours*	*0 jours*
Passif courant	**-58,0**	**-62,2**	**-61,1**	**-67,2**
en jours de CA	*-93 jours*	*-99 jours*	*-97 jours*	*-106 jours*
BFR	**21,1**	**25,6**	**16,5**	**22,5**
Chiffre d'affaires	*226,6*	*229,6*	*229,1*	*232,3*
BFR en jours de CA	*34 jours*	*41 jours*	*26 jours*	*35 jours*
BFR en % de CA	*9,3%*	*11,2%*	*7,2%*	*9,7%*
Compte séquestre garantie Actif / Passif PHEM	0,0	-0,4	-0,2	-0,2
Compte courant MG3F	-1,6	-1,6	0,0	0,0
Provisions pour risques et charges	5,5	4,8	4,5	4,0
BFR ajusté	**25,0**	**28,4**	**20,8**	**26,2**
Chiffre d'affaires	*226,6*	*229,6*	*229,1*	*232,3*
BFR ajusté en jours de CA	*40 jours*	*45 jours*	*33 jours*	*41 jours*
BFR ajusté en % de CA	*11,0%*	*12,4%*	*9,1%*	*11,3%*

Source : Comptes annuels au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 et comptes semestriels au 30 juin 2024 d'ORAPI

Le Groupe dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif sur la période observée, et qui se compose principalement de stocks, de créances clients et comptes rattachés, de dettes fournisseurs ainsi que de créances et dettes fiscales et sociales.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement d'autres créances courantes, dont des créances commerciales (remises, rabais, ristournes, avances, consignes d'emballage), des créances de TVA et des charges constatées d'avance, d'autres dettes courantes (principalement des provisions pour risques et charges, dont notamment restructuration et litiges sociaux, démantèlement des sites et autres catégories de litiges) et d'autres dettes non courantes.

Sur les trois derniers exercices clôturés, le BFR connaît des fluctuations relatives passant de 34 jours de chiffre d'affaires en 2021 à 41 jours de chiffre d'affaires en 2022, puis 26 jours de chiffre d'affaires en 2023.

L'augmentation du BFR entre 2021 et 2022 provient essentiellement de la conjonction de l'importante inflation observée sur le deuxième semestre 2022, qui induit une évolution positive des principaux postes du BFR en jours de chiffre d'affaires, mais également de la forte activité observée en fin d'année qui induit mécaniquement une augmentation du poste créances clients.

La diminution du BFR entre 2022 et 2023 correspond également à différents impacts. Tandis que la pression inflationniste qui pesait sur le Groupe est en baisse, le niveau des stocks pâtit des effets des importantes dépréciations constatées sur les filiales étrangères.

Au 30 juin 2024, l'évolution du BFR correspond principalement à l'existence d'un nombre important de factures à établir à mi-année par rapport aux périodes de clôture. En raison de la

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

faible génération de trésorerie extériorisée sur la période, le Groupe a mis en œuvre des mesures temporaires de rétention de son niveau de trésorerie en repoussant les échéances de paiement de ses fournisseurs.

Nous précisons que nous nous sommes assurés de la cohérence de la position de BFR non ajustée calculée par nos soins sur la période historique avec la position retenue par le management du Groupe dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires.

Nous comprenons par ailleurs de nos échanges avec le management du Groupe que la position de BFR au 31 décembre constitue un creux pour l'activité et qu'un ajustement de cette position pour refléter un BFR normatif pourrait être opéré dans le cadre de l'extériorisation de sa valeur d'entreprise.

Dans la mesure où cet ajustement viserait à combler un besoin en fonds de roulement complémentaire, sa prise en compte aurait un impact négatif sur la valeur par action du Groupe ressortant de nos travaux. Par mesure de prudence, nous n'avons pas tenu compte d'un tel ajustement dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère.

Enfin, nous avons ajusté le BFR d'éléments que nous avons jugés encaissables et/ou décaissables que nous avons transvasé vers la dette financière nette ajustée du Groupe.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

1.3.1.1 - Acquisition de Bloc et Offre Publique d'Achat

Le 19 octobre 2023, l'Initiateur a acquis 2.315.265 actions ordinaires et 2.242.763 obligations remboursables en actions (ORA 2), représentant une participation de 34,85 % du capital et 33,38 % des droits de vote théoriques du Groupe à cette date. Cette acquisition a été réalisée auprès de Monsieur Guy Chifflot, la société La Financière MG3F. et de la société GC Consult, au prix de 6,50€ par action et 5,20€ par ORA 2 (ci-après l'« Acquisition de Bloc »).

A la suite de l'Acquisition de Bloc, et conformément aux articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial, agissant pour le compte de l'Initiateur en tant qu'Etablissements Présentateurs, ont déposé un projet d'Offre Publique d'Achat (ci-après l'« OPA ») sur les actions ordinaires du Groupe, ainsi que la note d'information afférente à l'OPA, auprès de l'AMF le 2 novembre 2023.

Le Groupe a déposé sa note en réponse auprès de l'AMF le 22 novembre 2023.

Après vérification de la conformité du projet d'OPA, l'AMF a validé l'opération le 21 décembre 2023. En application des articles 231-23 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la décision de conformité de l'AMF en date du 21 décembre 2023 a emporté visa de la note d'information relative à l'OPA sous le numéro 23-522 (ci-après la « Note d'Information OPA »), et l'AMF a apposé le visa n°23-523 sur la note en réponse relative à l'OPA.

L'OPA s'est déroulée du 27 décembre 2023 au 31 janvier 2024, avec une réouverture du 12 février au 8 mars 2024. Durant cette période, et conformément à un engagement d'apport daté du 18 octobre 2023 et modifié le 30 octobre 2023 (ci-après l'« Engagement d'Apport »), les entités Kartesia IV Topco, Kartesia Securities V, Kartesia Credit FFS – KCO IV SUB-FUND et Kartesia Credit FFS – KCO V SUB-FUND ont apporté à l'OPA les 1.979.466 actions ordinaires qu'elles détenaient.

Les principaux termes et conditions de l'OPA, de l'Acquisition de Bloc et de l'Engagement d'Apport sont décrits dans la Note d'Information OPA.

A la clôture de cette OPA, l'Initiateur détenait, directement et indirectement, 5.961.124 actions ordinaires, représentant 89,73% du capital et 88,08% des droits de vote du Groupe, ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de RO.

1.3.1.2 - Franchissement des seuils de 90% du capital et de 90% des droits de vote du Groupe

Entre le 11 mars et le 25 avril 2024, l'Initiateur a acquis hors et sur le marché 103.542 actions ordinaires à un prix moyen pondéré de 6,50€ par action.

Par ailleurs, l'Initiateur a également acquis, le 28 mars 2024, 900 Actions de Préférence auprès des entités Kartesia Topco S.à.r.l. (à hauteur de 360 Actions de Préférence) et Kartesia Securities V S.à.r.l. à (à hauteur de 540 Actions de Préférence) pour un prix total de 6,50€.

Au résultat de ces opérations, l'Initiateur a déclaré :

- le 15 mars 2024, avoir franchi en hausse, le 14 mars 2024, le seuil de 90% du capital du Groupe et détenir 6.024.759 actions du Groupe représentant 90,69% du capital et 89,56% de ses droits de vote ;

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- le 26 avril 2024, avoir franchi en hausse le 25 avril 2024 le seuil de 90% des droits de vote du Groupe et détenir 6.065.566 actions représentant 91,30% du capital et 90,18% de ses droits de vote.

1.3.1.3 - Motifs de l'Offre

Détenant directement et indirectement plus de 90 % du capital et des droits de vote du Groupe à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a décidé de soumettre à l'AMF une Offre Publique de Retrait, qui sera suivie immédiatement d'un Retrait Obligatoire, conformément aux articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise à acquérir toutes les actions non détenues par l'Initiateur, à retirer les actions ordinaires de la société Orapi d'Euronext Paris et à simplifier sa structure capitalistique. En effet, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat et du faible volume d'échanges des actions, le maintien de sa cotation ne semble plus justifié.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la société Orapi de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur Euronext Paris et, par conséquent, de se libérer des obligations législatives et réglementaires imposées aux sociétés cotées sur ce marché.

Quant aux actionnaires minoritaires, l'Offre leur donnera la possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate et totale de leurs actions.

1.3.2 - Termes de l'Offre

A la date du présent rapport, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 6.065.566 actions du Groupe, représentant 91,30% du capital et 90,19% de ses droits de vote, selon les dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du code de commerce.

A notre connaissance, le capital social du Groupe est réparti comme suit à la date du présent rapport :

ORAPI - Détail des actions en circulation

Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théorique
Groupe Paredes Orapi	5 936 639	89,4%	5 935 739	88,3%
Dont actions ordinaires	*5 935 739*	*89,3%*	*5 935 739*	*88,3%*
Dont actions de préférence	*900*	*0,0%*	*0*	*0,0%*
Auto-détention	128 927	1,9%	128 927	1,9%
Autres	577 968	8,70%	659 716	9,81%
Total des actions	**6 643 534**	**100,0%**	**6 724 382**	**100,0%**

Source : Projet de Note d'Information

Compte tenu des 6.065.566 actions d'ores et déjà détenues par l'Initiateur, l'Offre porte sur la totalité des actions du Groupe en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre.

Compte tenu de ces éléments, l'Offre porterait donc sur 577.968 actions ordinaires du Groupe.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions du Groupe apportées à l'Offre au prix de 6,50€ par action.

À la date et à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein du Groupe pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote du Groupe.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique », publié chez DALLOZ en octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global…) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables…).

Maxime Hazim, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a complété ces travaux par une étude portant sur 300 offres publiques opérées entre 2006 et 2016 et incluant une analyse de la jurisprudence en vigueur dans le cadre d'offres publiques et d'expertises indépendantes.

Maxime Hazim a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation chez France Invest et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2.

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

Ils ont été assistés dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA. Il a rejoint Crowe HAF en novembre 2023 après une première expérience au sein d'un autre cabinet d'évaluation ;
- Anass Berjali, Analyste Senior, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière, dont 2 ans au sein d'un autre cabinet d'évaluation et 1 an au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Arnaud Delacour, Analyste, diplômé du Msc Corporate Finance de Kedge Business School. Il a rejoint Crowe HAF en août 2023 où il effectue des missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 30 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (Octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Galimmo par la société Carmila (Septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Osmozis par la société Passman Corp (Mai 2024, Etablissement présentateur : CIC) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Avril 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Keyrus par la société K Eagle Investment (Juin 2023, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ; et

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Orapi au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec les Etablissements Présentateurs.

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 70.000€, hors taxes et hors frais.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 280 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte
- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques
- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels
- discussion avec la direction du Groupe et le comité ad hoc ;
- analyse du plan d'affaires du Groupe ;
- contrôle de cohérence avec le plan d'affaires du Groupe utilisé dans le cadre de la précédente OPA ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir
- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes sur le capital du Groupe (méthode retenue à titre principal)
- référence à l'acquisition du bloc Chifflot réalisée en octobre 2023 ;
- référence aux résultats de l'OPA initiée en 2023 et clôturée en 2024 ;
- référence aux acquisitions hors et sur le marché entre mars et avril 2024.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)
- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action du Groupe ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)
- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux du Groupe (dette financière nette et EBIT) ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)
- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)
- analyse de la note du seul analyste suivant la valeur du Groupe.

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)
- analyse des transactions intervenues au capital de sociétés présentes dans le secteur sur lequel opère le Groupe.

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions du Groupe ;
- Appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par les Etablissements Présentateurs

VI Analyse des éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration du Groupe sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration du Groupe

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration du Groupe a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'experts indépendants, le 23 septembre 2024.

Notre mission s'est déroulée du 24 septembre 2024 au 31 octobre 2024. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 24 septembre au 10 octobre 2024 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec le Groupe et ses conseils. Début des travaux d'évaluation.
  - Premier échange avec le comité ad-hoc le 27 septembre 2024 (kick-off),
  - Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles,
  - Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par les Etablissements Présentateurs,
- Echanges avec les Etablissements Présentateurs.

- Du 11 octobre au 21 octobre 2024 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse de la note d'analyste, analyse des transactions récentes sur le capital, travaux d'évaluation.
  - Présentation des travaux et échange avec le comité ad hoc.

- du 22 octobre au 31 octobre 2024 :
  - Analyse des observations écrites d'actionnaires,
  - Rédaction du rapport et revue indépendante,
  - Présentation du rapport au comité ad-hoc et au Conseil d'Administration du Groupe.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Orapi (Groupe objet de l'Offre)

- M. Eric Palanque, Directeur Administratif et Financier du Groupe Paredes Orapi et membre du comité ad-hoc
- Mme. Céline Fantin, Administratrice indépendante et membre du comité ad-hoc
- M. Christian Mouillon, Administrateur indépendant et membre du comité ad-hoc
- Mme. Annelise Rousset, Directrice Administrative et Financière du Groupe
- Mme. Marianne Goudot, Directrice Financière France du Groupe

Akilys Avocats (Conseil juridique du Groupe)

- M. Laurent Stamm, Avocat Associé
- M. Leopold Cahen, Avocat

Portzamparc (Co-Etablissement Présentateur)

- M. Cyrille Gonthier, Head of Corporate Finance
- M. Nicolas Royot, Co-Head of Equity Research
- Mme. Capucine Metayer, Vice-President - Corporate Finance

CIC (Co-Etablissement Présentateur)

- M. Bruno Gaheri, Head of Equity Capital Markets
- M. Marc Gouget, Head of Financial Engineering
- Mme. Marion Gilmann, Equity Capital Markets
- M. Paul Lorentz, Equity Capital Markets

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude sur l'industrie des détergents et produits d'entretien réalisée par Xerfi et publiée en avril 2024,

- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc…),

- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023,

- les rapports financiers semestriels du Groupe au 30 juin 2023 et au 30 juin 2024,

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023, et au titre des clôture semestrielle au 30 juin 2023 et au 30 juin 2024,

- les informations fournies par le Groupe et notamment le plan d'affaires 2024-2031 du Groupe établi par la direction générale du Groupe et approuvé par le Conseil d'Administration le 26 juin 2024, ainsi que le plan d'affaires de la précédente OPA,

- le détail du chiffrage des synergies/dissynergies attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur, ainsi que le plan d'actions associé,

- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et aux droits de vote à fin septembre 2024,

- les informations diffusées par la base de données de l'AMF, notamment la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPA, intégrant le rapport d'expertise indépendante du cabinet Accuracy,

- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes analogiques,

- les notes de l'analyste suivant la valeur du Groupe,

- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe,

- le Projet de Note d'Information relatif à la présente Offre,

- le rapport d'évaluation de Portzamparc et CIC intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par les Etablissements Présentateurs,

- les informations relatives à la cession du site de Vaulx-en-Velin (*LOI* du 2 avril 2024),

- les observations écrites reçues de la part d'actionnaires minoritaires du Groupe.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au 30 juin 2024, le nombre d'actions total composant le capital du Groupe s'élève à 6.643.534 actions, et correspond à celui extériorisé à la date du Projet de Note d'Information.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe, il convient de retraiter ce nombre de l'auto-détention à la même date (128.927 actions ordinaires).

Par ailleurs, les 900 actions de préférence détenues par l'Initiateur au capital du Groupe ont vocation, en conséquence de la réalisation de la sortie de Kartesia et conformément à leurs termes et conditions figurant en annexe des statuts d'Orapi, à faire l'objet d'une conversion en 1 action ordinaire.

D'ailleurs, il convient de noter que ces 900 actions de préférence ont été acquises par l'Initiateur en date du 28 mars 2024 pour un prix global de 6,50€, soit le prix par action offert lors des transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe.

Ainsi, nous avons considéré les modalités de cette conversion dans le cadre de la détermination du nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe.

Enfin, il restait, en date du 30 juin 2024, 2.000 actions gratuites attribuées et devant faire l'objet d'un acquisition définitive en date du 21 août 2024. En raison de l'absence de réalisation des conditions de performance liées à leur acquisition définitive, telle que d'ores et déjà constatée par le Conseil d'Administration du Groupe dans sa séance du 17 mai 2024, nous n'avons pas retenu ces actions gratuites dans le cadre de la détermination du nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, le Groupe n'a pas émis d'instruments ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, au capital du Groupe (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc…) autres que ceux évoqués ci-dessus.

Ainsi, nous retiendrons pour les besoins de nos travaux d'évaluation, un nombre d'actions de **6.513.708**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

ORAPI - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	6 643 534
- Autodétention	-128 927
- Actions de préférence	-900
+ Conversion des actions de préférence	1
Nombre d'actions en circulation	**6 513 708**

Source : Management, Analyses Crowe HAF

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de dette financière nette du Groupe au 30 juin 2024, ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La dette financière nette ajustée du Groupe repose ainsi sur des données bilancielles récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant en section 1.2.5.2, la dette financière nette comptable hors prise en compte des effets de la norme IFRS 16 s'élève à 28,3m€, tel que présenté dans le tableau suivant :

ORAPI - Dette financière / Trésorerie nette (hors IFRS 16)	
En m€	**30/06/2024**
Dettes bancaires	2,7
+ Emprunt obligataire ORA 2	16,6
+ Dettes aurpès des factors	20,9
+ Autres dettes financières	*0,0*
= Emprunts	**40,2**
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-11,9
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**28,3**

Source : Comptes semestriels au 30 juin 2024 de ORAPI

Comme précisé *supra*, nous avons ajusté la dette financière nette comptable des éléments encaissables et décaissables ou des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons ainsi considéré les éléments suivants comme décaissables ou venant augmenter la dette financière du Groupe :

- les intérêts minoritaires en valeur comptable, dans une hypothèse maximisant *in fine* la valeur par action du Groupe, pour un montant de 1,4m€. En effet, nous comprenons de nos échanges avec le management du Groupe que les intérêts minoritaires correspondent à des filiales accrétives de valeur aux bornes du Groupe ;
- les provisions pour indemnité de départ à la retraite de 2,4m€, correspondant à son montant brut (3,2m€) netté de fiscalité au taux de 25,8% ;
- les provisions pour risques et charges de 2,9m€, correspond à leur montant brut (4,0m€) netté de fiscalité au taux de 25,8%. Nous comprenons de nos échanges avec le management du Groupe que ces provisions pour risques et charges n'ont pas encore fait l'objet d'une fiscalisation dans le cadre de la détermination des résultats fiscaux historiques.

Nous avons également considéré les éléments suivants comme encaissables ou venant augmenter la trésorerie du Groupe :

- le montant de compte séquestre lié à la cession de la société PHEM en septembre 2021 de 0,2m€, dans la mesure où nous comprenons de nos échanges avec le management du Groupe que le risque associé à l'appel de la garantie d'actif/passif liée à ce compte séquestre est faible ;
- le montant lié à la créance de CIR à l'actif du Groupe au 30 juin 2024, soit 0,2m€. Nous n'avons pas actualisé la créance de CIR dans une hypothèse maximisatrice de valeur par action du Groupe.

La dette financière nette ajustée du Groupe s'élève ainsi à 34,8m€ au 30 juin 2024 et se présente dans le tableau en page suivante.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

ORAPI - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En m€	**30/06/2024**
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**28,3**
+ Intérêts minoritaires	1,4
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	2,4
+ Provisions pour risques et charges*	2,9
- Compte de séquestre PHEM	-0,2
- Créance de CIR	-0,2
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée	**34,8**

Source : Comptes semestriels au 30 juin 2024 d'ORAPI
** Nets d'impôts*

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de **34,8m€**.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par l'Initiateur et la direction générale et financière dans le cadre de la mise en œuvre des tests de dépréciation de ses UGT au 30 juin 2024.

Il a fait l'objet d'une revue et d'une approbation par le Conseil d'Administration en date du 26 juin 2024.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe est un plan d'affaires consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 8 ans (exercices clos du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2031) et tient compte du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :
- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur celle des volumes de vente, et sur les effets des synergies ;
- au niveau de marge brute fonction notamment du mix produit de l'activité ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) tenant compte des charges opérationnelles, notamment les autres achats et charges externes et les charges de personnel ;
- aux investissements, amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Dans la mesure où le groupe Paredes établit ses comptes consolidés en normes comptables françaises, le plan d'affaires élaboré inclut le reclassement de la CVAE, considérée par le Groupe comme une charge d'impôt en application de la norme IAS 12, en charge opérationnelle.

Les prévisions opérationnelles et financières à périmètre constant ont été établies sur la base d'une approche *top-down*, en définissant la trajectoire globale de l'évolution du chiffre d'affaires, des niveaux de marge et des besoins d'investissements associés au renouvellement de l'outil productif à partir du réalisé en 2023.

Les synergies et dissynergies prévisionnelles résultant du rapprochement de l'Initiateur et du Groupe, définies selon une approche plus granulaire au travers d'un plan d'actions et des effets attendus de chaque élément identifié à date, ont ensuite été incluses dans le plan d'affaires.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Le plan d'affaires utilisé correspond aux dernières prévisions opérationnelles et de besoins d'investissements établies par l'Initiateur et le Management. Nous précisons en outre qu'il a été élaboré hors prise en compte de l'impact de la norme IFRS 16.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également de la décomposition des effets attendus du plan d'action et des moyens mis en œuvre.

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (*impairment tests*)

Un test de dépréciation (« *impairment test* ») a été effectué au 30 juin 2024 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) du Groupe, étant précisé que les prévisions propres à ces UGT ont été extraites du même plan d'affaires que celui qui a été utilisé dans le cadre de nos travaux.

Le taux d'actualisation moyen retenu dans le cadre de ces tests de dépréciation s'établit à 10,3% contre 10,8% pour notre part. Par ailleurs, le taux de croissance perpétuelle retenu dans le cadre de ces tests de dépréciation s'établit à 2,0%, identiquement au taux que nous avons retenu.

Ainsi, les paramètres utilisés dans le cadre de nos travaux s'inscrivent en cohérence avec ceux utilisés par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation.

3.1.3.4 - Présentation des principales différences avec le plan d'affaires en vigueur lors de l'OPA précédente

Dans le cadre de la réalisation de nos travaux, nous avons effectué une revue du plan d'affaires en vigueur lors de la réalisation de l'OPA intervenue entre décembre 2023 et mars 2024 (ci-après le « Plan d'Affaires OPA »), afin notamment de rationaliser les principaux écarts existants avec le plan d'affaire retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation (dernier plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration en date du 26 juin 2024).

Hors prise en compte des effets des synergies/dissynergies attendues sur l'horizon du plan d'affaires, les divergences existant entre le Plan d'Affaires OPA et celui retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux sont les suivants :

- un chiffre d'affaires Groupe réalisé au cours de l'année 2023 inférieur d'environ 10,0m€ au chiffre d'affaires budgété dans le Plan d'Affaires OPA, créant un différentiel de marge d'EBITDA d'environ 100 points de base en raison de la moindre absorption des charges opérationnelles fixes ;

- une croissance du chiffre d'affaires légèrement moins importante dans le Plan d'Affaires OPA, autour de 1,2% sur l'horizon 2024-2027 ;

- une cohérence entre les taux de marge brute retenus entre les deux plans d'affaires, autour de 46,0% du chiffre d'affaires ;

- une forte rationalisation des charges opérationnelles sur l'horizon du Plan d'Affaires OPA, avec l'inclusion d'effets de productivité permettant de surcompenser l'inflation des charges de personnel, et d'efficience sur les fonctions de vente et d'administration, dont il était attendu une amélioration de la marge d'EBITDA d'environ 400 points de base sur l'horizon du plan d'affaires. Ces effets n'ont pas été pris en compte dans le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- l'inclusion dans le Plan d'Affaires OPA de la cession de la filiale du Groupe en Asie en 2025, qui devait intervenir en 2025 et générer un flux position d'environ 6,0m€. Cette cession n'est pas incluse dans le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation ;

- la prise en compte de besoins d'investissement complémentaires dans le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation en rapport du Plan d'Affaires OPA, avec notamment une revue à la hausse des besoins liés à la réfection et à la maintenance des bâtiments opérationnels, engendrant un flux négatif complémentaire d'environ 1,5m€ sur la période 2024-2027.

Par ailleurs, nous précisons que les effets des synergies/dissynergies attendues sur l'ensemble de l'horizon du plan d'affaires ont été revues à la hausse entre les deux plans d'affaires, pour un montant net de l'ordre de 2,0m€.

Le Groupe a d'ailleurs communiqué en date du 5 mars 2024 son intention de réviser à la baisse le plan d'affaires élaboré dans le cadre de la définition des objectifs « Orapi 2025 ».

En effet, le Groupe a extériorisé dans son communiqué relatif aux résultats de l'année 2023 que :

« *Le Directoire, nouvellement composé depuis le 22 décembre 2023, prend acte des résultats de 2023, significativement en deça des objectifs prévus par le Plan « Orapi 2025 », qui est désormais caduque. […] Fort de ces éléments, le Directoire a engagé un diagnostic approfondi qui devrait lui permettre d'engager un plan de retournement à 3 ans, avec pour objectif principal le retour à un résultat net positif.* ».

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),

- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),

- Référence aux objectifs de cours des analystes,

- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,

- Méthode des transactions comparables.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Groupe. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Groupe.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (capitaux propres - part du Groupe) au 30 juin 2024 s'élève à 27,5m€, soit une valeur de 4,22€ par action. Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise une prime de 54,2% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Elle consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers de la société.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Au cas d'espèce, le Groupe fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par un seul analyste financier (Gilbert Dupont), ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de son action.

A titre indicatif, la dernière note d'analyste de Gilbert Dupont avant annonce de l'OPR (en date du 19 juillet 2024, correspondant à la communication du chiffre d'affaires du S1 2024 du Groupe) affichait un cours cible de 5,80€. Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise une prime de 12,0% sur cette valeur.

Du fait de l'absence de suivi régulier du Groupe par plusieurs analystes financiers, la référence aux objectifs de cours des analystes a été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Au cas d'espèce, tandis que le Groupe n'a versé aucun dividende au cours des cinq derniers exercices, nous comprenons par ailleurs du Management et de l'Initiateur qu'il n'a pas été défini de politique de distribution récurrente et prévisible.

En outre, la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.5 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société évaluée la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nous avons identifié certaines cibles de transactions récentes évoluant sur le segment des détergents et des produit d'entretiens (acquisition notamment des sociétés Diversey, Ecowipes, Delf, AccuChem, Avmor…).

Cependant, il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et le Groupe est particulièrement limitée, en raison d'importantes divergences en termes de modèles économiques (générations de rentabilité, canaux de distribution, diversification…), de présence géographique ou de taille.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de l'ensemble des informations de nature opérationnelle et financières qui permettraient d'extérioriser les multiples implicites ressortant de certaines transactions.

Enfin, le rationnel économique de la transaction ayant abouti à la prise de contrôle du Groupe par l'Initiateur suppose l'existence de synergies dont le Groupe devrait bénéficier dans les prochaines années.

A ce titre, la prise en compte des agrégats historiques du Groupe dans le cadre de son évaluation ne saurait refléter la juste valeur du plein effet des synergies attendues à la suite du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

Le modèle d'affaires des transactions identifiées n'étant par ailleurs pas comparable à celui du Groupe, nous avons choisi de ne pas retenir ces transactions.

La méthode des transactions comparables a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe (à titre principal),
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire),
- Référence au cours de bourse (à titre secondaire).

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe

Cette approche consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes intervenues sur son capital.

Au cas d'espèce, les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe auxquelles il sera fait référence dans cette partie correspondent à :

- l'Acquisition du Bloc en octobre 2023 auprès de Monsieur Guy Chifflot, La Financière MG3F. et la société GC Consult, représentant 2.315.265 actions ordinaires ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPA présentée en section 1.3.1.1, représentant 3.516.932 actions ordinaires ;
- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, représentant 103.542 actions ordinaires et 900 actions de préférence.

Les différentes transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe ont permis à l'Initiateur, après prise en compte de l'auto-détention par le Groupe de 128.927 actions ordinaires, de détenir 6.065.566 actions ordinaires du Groupe, représentant 91,30% de son capital et 90,19% de ses droits de vote théoriques à la date du Projet de Note d'Information.

3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc

En date du 19 octobre 2023, Financière MG3F, GC Consult et Monsieur Guy Chifflot, ont apporté à l'Initiateur l'ensemble des actions du Groupe qu'ils détenaient, soit 2.315.265 actions ordinaires représentant alors 34,85% de son capital et 33,38% de ses droits de vote théoriques, sur la base d'un prix par action ordinaire de 6,50€.

Il ressort des conclusions du rapport du cabinet Accuracy, expert indépendant retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPA, qu'il n'existe pas aux termes des accords conclus entre les parties ayant abouti à l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur d'éléments assimilables à de potentiels compléments de prix.

Le Prix d'Offre de 6,50€ correspond au prix retenu dans le cadre de l'Acquisition du Bloc réalisée en 2023.

3.3.1.2 - Référence à la réalisation de l'OPA

Pour faire suite à l'acquisition de Bloc par l'Initiateur, BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial, agissant pour le compte de ce dernier en tant qu'Etablissements Présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF un projet d'OPA sur les actions ordinaires du Groupe, ainsi que la note d'information afférente à cette OPA, pour un Prix d'Offre de 6,50€ par action, en date du 2 novembre 2023.

L'Offre s'est décomposée en 2 périodes :

- durant la première période d'ouverture, qui s'étendait du 27 décembre 2023 au 31 janvier 2024, l'Initiateur a acquis 3.151.333 actions du Groupe (dont 1.979.466 titres issus des apports à l'Offre réalisés par Kartesia et les managers), soit 46,53% de son capital, portant la participation de l'Initiateur à 84,23% (après prise en compte des actions en autodétention) ;

- durant la période de réouverture, qui s'étendait du 12 février au 8 mars 2024, l'Initiateur a acquis sur le marché 365.599 actions du Groupe, soit 5,51% de son capital.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

A l'issue de la réalisation de l'OPA, l'Initiateur détenait 89,73% du capital du Groupe et 88,08% de ses droits de vote théoriques, l'ensemble des opérations susmentionnées ayant été effectuées sur la base du Prix d'Offre de 6,50€.

Le Prix d'Offre de 6,50€ correspond au prix retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPA.

3.3.1.3 - Référence aux transactions intervenues sur et hors marché entre mars et avril 2024

Entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 103.542 actions ordinaires du Groupe, sur et hors marché.

Le détail des différentes transactions intervenues sur la période est récapitulé dans le tableau présenté ci-dessous :

Analyse des acquisitions d'actions du Groupe		
Date d'acquisition	**Nombre d'actions acquises**	**Prix moyen d'acquisition**
11/03/2024	48 112	6,50 €
12/03/2024	4 729	6,49 €
13/03/2024	7 101	6,50 €
14/03/2024	3 693	6,48 €
15/03/2024	4 440	6,49 €
18/03/2024	1 023	6,50 €
19/03/2024	415	6,50 €
21/03/2024	3 316	6,48 €
21/03/2024	283	6,50 €
20/03/2024	361	6,48 €
20/03/2024	799	6,44 €
22/03/2024	810	6,48 €
25/03/2024	51	6,50 €
26/03/2024	1 749	6,50 €
27/03/2024	779	6,50 €
28/03/2024	2 501	6,50 €
02/04/2024	426	6,50 €
05/04/2024	350	6,50 €
08/04/2024	3 641	6,50 €
09/04/2024	895	6,50 €
10/04/2024	1 625	6,50 €
11/04/2024	42	6,50 €
12/04/2024	2 845	6,50 €
15/04/2024	180	6,50 €
22/04/2024	1 300	6,50 €
22/04/2024	185	6,50 €
25/04/2024	11 891	6,50 €
Moyenne pondérée		**6,50 €**
Prix d'Offre		6,50 €
Prime extériorisée		*0,0 %*

Source : Projet de Note d'information, AMF

Sur la période, l'Initiateur a acquis les actions ordinaires du Groupe pour un prix moyen pondéré par les volumes de 6,50€.

Nous précisons par ailleurs que l'Initiateur a également acquis auprès de Kartesia 900 actions de préférence. Dans la mesure où ces actions de préférence ont vocation à être converties en 1 action ordinaire, elles ont été acquises pour un prix global de 6,50€.

A l'issue de la réalisation de ces différentes acquisitions d'actions ordinaires et d'actions de préférence sur et hors marché entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, l'Initiateur détenait 91,30% du capital du Groupe et 90,19% de ses droits de vote théoriques.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Le Prix d'Offre de 6,50€ correspond au prix moyen pondéré par les volumes d'acquisition d'actions ordinaires par l'Initiateur entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, sur et hors marché.

3.3.1.4 - Conclusion

Les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe, soit l'Acquisition du Bloc représentant 2.315.265 actions ordinaires et 34,85% du capital du Groupe, la réalisation de l'OPA représentant 3.516.932 actions ordinaires et 51,93% du capital du Groupe, et les acquisitions de titres sur et hors marché entre mars et avril 2024 représentant 103.542 actions ordinaires et 1,57% du capital du Groupe, correspondent à un ensemble d'opérations qui ont permis à terme à l'Initiateur d'une part de prendre le contrôle du Groupe et d'autre part de réunir aujourd'hui les conditions nécessaires au dépôt d'une Offre Publique de Retrait.

A ce titre, les prix extériorisés dans le cadre des transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe constituent une référence importante afin d'apprécier le Prix d'Offre.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en décembre 2031 d'après le plan d'affaires construit par l'Initiateur (qui détient le contrôle du Groupe à la suite de la réalisation de l'OPA), en concertation avec le management du Groupe.

Nous rappelons que le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux correspond également au plan d'affaires retenu par le management du Groupe dans le cadre de la réalisation des tests de dépréciation au 30 juin 2024.

Ce plan d'affaires intègre les effets des synergies/dissynergies issues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

Chiffre d'affaires

Le plan d'affaires du Groupe présente une croissance du chiffre d'affaires comprise entre 1% et 2% sur l'horizon explicite du plan d'affaires, correspondant à un TCAM de 1,7%, supérieur à la croissance annuelle moyenne à périmètre comparable sur les cinq dernières années (environ nulle, présentée en section 1.2.5.1). La croissance anticipée sur l'horizon du plan d'affaires provient de la conjonction de plusieurs éléments, présentés ci-dessous.

Dans un premier temps, le plan d'affaires extériorise une croissance annuelle des volumes de vente de l'ordre de 1% et une stabilité de l'effet prix, dans un contexte d'évolution à la marge des volumes de vente du Groupe, hors prise en compte de ceux liés à la crise sanitaire, sur les cinq dernières années, et de reflux des prix de vente engendrée d'une part par la baisse des coûts d'achats de marchandises et de matières premières entamée au cours de l'année 2024, et d'autre part par l'augmentation de la pression concurrentielle.

Nous précisons que ce niveau correspond à la croissance organique du chiffre d'affaires du Groupe avant prise en compte des effets des synergies/dissynergies anticipées à la suite de son rapprochement avec l'Initiateur, permise par une refonte et une clarification de la stratégie opérationnelle.

Dans un second, un levier complémentaire d'amélioration du chiffre d'affaires de l'ordre de 1% à l'horizon du plan d'affaires (2031), correspondant à l'intégration des effets des synergies/dissynergies, a été retenu. Les synergies/dissynergies de chiffre d'affaires correspondent à :

- l'internalisation progressive d'une partie de la production des produits de chimie destinés à faire l'objet d'une distribution finale par l'Initiateur, et dont les pleins effets sont attendus à partir de 2028, engendrant à long-terme un revenu complémentaire de l'ordre de 8,0m€ ;

- la contraction à partir de 2025 du portefeuille client du Groupe, en raison de l'existence d'*overlaps* avec l'Initiateur, qui devraient occasionner une partie de référencements clients uniques au niveau du groupe constitué du Groupe et de l'Initiateur, d'effets de

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

rationalisation permettant d'optimiser les efforts commerciaux au service d'une clientèle plus ciblée, et d'une attrition naturelle de la base existante, engendrant à long-terme un impact négatif de l'ordre de 7,0m€ ;

- l'intensification des actions de développement commercial à partir de 2027, avec la multiplication des participations aux appels d'offre, pour faire suite à la finalisation des efforts d'intégration, d'harmonisation des process et de remise à plat de l'activité, engendrant à long-terme un revenu complémentaire de l'ordre de 12,0m€.

Nous précisons que la croissance prévisionnelle du chiffre d'affaires extériorisée dans le plan d'affaires a par ailleurs été *benchmarkée* et corroborée à l'aide d'études de marché à la disposition du Groupe et de l'Initiateur.

Marge brute

Le taux de marge brute du Groupe est particulièrement stable sur l'horizon du plan d'affaires, et tend vers 47,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires, soit un niveau supérieur à la marge brute du Groupe en 2023.

Les facteurs explicatifs de l'évolution du taux de marge brute du Groupe sur l'horizon du plan d'affaires sont les suivants :

- la stabilité du taux de marge brute du Groupe relatif au chiffre d'affaires hors effets des synergies/dissynergies autour d'un niveau normatif correspondant au taux de marge brute du Groupe hors contributions liées aux effets de l'inflation et de la crise sanitaire, d'environ 46,0% ;

- un taux de marge brute relatif aux synergies/dissynergies de chiffre d'affaires de l'ordre de 30%, inférieur au taux de marge brute du Groupe, dans la mesure où d'une part les synergies correspondent à (i) des actions d'internalisation, aux marges inférieures car réalisées entre sociétés d'un même groupe, et à (ii) du développement commercial, aux marges inférieures car nécessitant la mise en place de politiques tarifaires plus agressives, et d'autre part les dissynergies correspondent à la contraction du portefeuille client, qui inclut la rationalisation de la clientèle au détriment des moins rentables ;

- une amélioration du taux de marge brute liée à l'efficience de la productivité achats, permise par le rapprochement du Groupe et de l'Initiateur et la mutualisation des actions d'achats de matières premières et marchandises, engendrant à long-terme une marge complémentaire de l'ordre de 3,0m€.

Marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA est en progression constante sur l'horizon du plan d'affaires, passant d'environ 4,0% en 2024 à environ 6,0% en 2031, soit un niveau similaire à celui connu par le Groupe en 2021 et qui intègre notamment les effets d'un mix produit plus favorable que sur les années 2022 et 2023 (voir section 1.2.5.1).

Les facteurs explicatifs de l'évolution du taux de marge d'EBITDA du Groupe sur l'horizon du plan d'affaires :

- la stabilité des charges opérationnelles du Groupe en pourcentage du chiffre d'affaires sur le périmètre hors effets des synergies/dissynergies, autour de 43,0% ;

- l'absorption des charges opérationnelles fixes engendrée par la contribution des synergies nettes des dissynergies présentées précédemment ;

- une réduction des charges opérationnelles permises par la mise en œuvre d'actions de mutualisation des entrepôts du Groupe, et de rationalisation des charges de personnel,

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

notamment au niveau du *top management*, engendrant à long-terme une marge complémentaire de l'ordre de 5,0m€.

- une augmentation des charges opérationnelles en raison de la mise en œuvre d'actions d'alignement des politiques salariales du Groupe avec celles de l'Initiateur, et de location d'un nouveau siège social commun aux deux groupes, engendrant à long-terme une charge complémentaire de l'ordre de 3,0m€.

Nous précisons par ailleurs que le plan d'affaires prévoit la mise à disposition de consultants dans le cadre de l'encadrement et de la réalisation des actions d'intégration, pour un montant global de 1,5m€, sur les premières années du plan d'affaires.

Marge d'EBIT

Les dotations aux amortissements prévues sur l'horizon du plan d'affaires sont comprises entre 2,5% et 3,0% du chiffre d'affaires, soit des niveaux comparables à ceux des cinq dernières années.

En conséquence, la marge d'EBIT suit une évolution identique à celle de la marge d'EBITDA, et s'établit autour de 3,5% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

CIR, CVAE et impôt retenu

Le Groupe anticipe un niveau de CIR aux alentours de 300k€ annuels sur l'horizon du plan d'affaires, en cohérence avec le niveau de l'exercice 2023. Nous avons déduit le produit de CIR de la base imposable (produit non imposable fiscalement) dans le cadre de la détermination de l'impôt sur les sociétés, tout en tenant compte *in fine* du flux de trésorerie que représente ce produit.

En outre, nous avons retenu pour la CVAE un montant de 0,1% du chiffre d'affaires extériorisé sur l'horizon du plan d'affaires, comparable au niveau de l'exercice 2023, dans la mesure où les prévisions de charges opérationnelles ont été construites dans les grandes masses en approche *top down (*voir section *supra* relative à la marge d'EBITDA), et n'extériorisent pas la charge de CVAE sur l'horizon du plan d'affaires.

Bien que le Groupe opère dans plusieurs zones géographiques, et dans la mesure où il décline très majoritairement ses activités en France, nous avons retenu après discussion avec le management du Groupe sur l'horizon du plan d'affaires un taux d'imposition sur les sociétés correspondant à celui en vigueur en France, augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices[2], soit 25,8%.

Cette hypothèse est cohérente avec les taux d'imposition effectifs historiques du Groupe sur les 3 dernières années, après retraitement des impacts liés notamment aux reports déficitaires.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul des capitaux propres du Groupe, de l'ajustement lié à la prise en compte de l'économie d'impôt (5,7m€) liée aux déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2023 (32,0m€), qui a été calculée en actualisant au coût du capital l'économie d'impôt générée par l'apurement des déficits sur la base des prévisions du plan d'affaires.

[2] La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€ après déduction du CIR.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nous avons retenu l'hypothèse d'un apurement l'apurement des déficits sur la base des prévisions du plan d'affaires dans la mesure où le Groupe ne dispose ni d'un *tax planning* relatif à leur apurement, ni des plans d'affaires individualisés relatifs aux entités qui les génèrent.

Nous comprenons de nos discussions avec le Management que l'hypothèse retenue dans nos travaux maximise la valeur de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2023.

Plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent l'importante intensité capitalistique liée à l'activité du Groupe en rapport de sa rentabilité.

Sur l'horizon du plan d'affaires, ils sont compris autour de 2,5% du chiffre d'affaires, soit un niveau cohérent avec le niveau d'investissement moyen des investissements du Groupe au cours des cinq dernières années.

Ces investissements se répartissement notamment entre des investissements liés à la mise à disposition des clients professionnels de distributeurs d'hygiène (savon, essuie-mains…), et dont nous rappelons qu'elle constitue une norme sectorielle sur le marché du Groupe, à des investissements liés à la mise à disposition de matériel informatique et d'amélioration des systèmes d'information, et à des investissements liés à la réfaction et à la maintenance des bâtiments opérationnels.

Nous précisons que plan d'affaires anticipe également la cession du site de Vaulx-en-Velin au cours du second semestre de l'année 2024, pour un montant net des coûts associés et de fiscalité de l'ordre de 1,4m€.

Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en section 1.2.5.2 de notre rapport.

Sur la période explicite du plan d'affaires, le ratio de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est attendu autour de 10,5%, après prise en compte des ajustements extériorises par ailleurs dans notre rapport, et qui correspondent à des transvasements en dette financière nette ajustée d'éléments de nature décaissables ou encaissables, ou à caractère financier.

Ce niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires s'inscrit en cohérence avec le ratio moyen de BFR ajusté du Groupe sur les trois derniers exercices, en augmentation par rapport au ratio de BFR ajusté de l'exercice 2023 dans un contexte d'augmentation des stocks en lien avec d'une part le changement de la déclinaison de la stratégie opérationnelle par l'Initiateur, et d'autre part l'optimisation de l'efficience de la productivité achats permise par l'augmentation des volumes de commandes.

Analyse du ROCE

Nous avons analysé le ROCE extériorisé sur l'horizon du plan d'affaires. Il ressort de notre analyse que ce dernier s'améliore significativement sur l'ensemble de la durée du plan d'affaires.

Néanmoins, nous précisons que le ROCE s'inscrit en cohérence avec le taux d'actualisation retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation à l'horizon du plan d'affaires.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires.

La croissance organique du chiffre d'affaires, hors effets des synergies/dissynergies, s'inscrit autour de de 1,0%, dans un contexte défavorable au Groupe en raison du reflux des prix de vente et de la baisse continue des volumes de vente au cours des cinq dernières années.

A cette croissance organique s'ajoutent les impacts des synergies/dissynergies, avec des effets anticipés dès la première année du plan d'affaire et devant à terme générer un chiffre d'affaires complémentaire net de l'ordre de 13,0m€, dont il convient de noter que leur réalisation reste à ce stade encore particulièrement aléatoire, et qu'ils n'intègrent pas les effets de probables difficultés d'intégration.

Néanmoins, la croissance anticipé sur l'horizon du plan d'affaires a été *benchmarkée* et corroborée à l'aide d'études de marché à la disposition du Groupe et de l'Initiateur.

Si les hypothèses de rentabilité prospective du Groupe proviennent mécaniquement de la conjonction de la stabilité de la marge sur le périmètre hors effets des synergies/dissynergies, de l'absorption des charges fixes permise par les synergies/dissynergies, et d'actions de rationalisation, elles semblent légèrement optimistes, dans la mesure où elles ne tiennent pas comptes des éventuelles charges opérationnelles complémentaires associées à la mise en œuvre du plan d'action élaboré par le Groupe et l'Initiateur.

Les hypothèses du plan d'affaires nous semblent en synthèse vraisemblables et cohérentes.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du Groupe sur la période 2024 - 2031, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

ORAPI - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
= EBIT retraité d'IFRS 16	
- Impôt normatif théorique	*Sur EBIT, à dette nulle**
= NOPAT retraité d'IFRS 16	**Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16**
+ Amortissements - Investissements - Variations du BFR	*Hors amortissements liés à IFRS 16*
= Flux de trésorerie disponible	**ou Free Cash-Flows (FCF)**

**Tenant compte des taux d'impôts sur les sociétés par pays et de la contribution additionnelle en France*

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à une date proche de l'émission de notre rapport.

3.3.2.4 - Détermination du flux du deuxième semestre 2024

Dans le cadre de la mise en œuvre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisées, et dans la mesure où nous avons retenu dans notre analyse une position de dette financière nette ajustée du Groupe au 30 juin 2024 (voir section 3.1.2), nous avons uniquement retenu le flux de trésorerie relatif au deuxième semestre pour l'année 2024 ; le flux de trésorerie relatif au premier semestre 2024 est déjà inclus dans la position de dette financière nette ajustée du Groupe.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nous avons déterminé le flux de trésorerie relatif au deuxième semestre de l'année 2024 par simple différence entre les projections du plan d'affaires du Groupe pour l'année 2024 et le réalisé du Groupe au premier semestre de l'année 2024.

Il ressort par ailleurs de l'analyse des résultats semestriels en rapport des résultats annuels que la génération de chiffre d'affaires et de marge présente une relative absence de saisonnalité. Cette absence de saisonnalité est corroborée par le fait que le flux opérationnel du deuxième semestre de l'année 2024 s'inscrive en cohérence avec celui réalisé au premier semestre 2024.

Fort de cette analyse, nous avons donc considéré que les prévisions du plan d'affaires relatives à l'année 2024 apparaissaient vraisemblables, et qu'elles ne nécessitaient pas d'ajustements de notre part. Cette analyse a fait l'objet d'une validation de la part du management du Groupe.

Nous rappelons par ailleurs que les effets de la cession du site de Vaulx-en Velin sont inclus au niveau du flux du deuxième semestre de l'année 2024.

3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles est présenté ci-dessous :

Calcul du CMPC		
		Crowe HAF
Taux sans risque	(1)	2,9%
Prime de risque du marché	(2)	6,0%
Beta désendetté	(3)	0,83
Gearing	(4)	47,7%
Beta endetté	(5)	1,12
Prime de taille	(6)	4,2%
Coût des capitaux propres	**(7)**	**14,0%**
Coût de la dette	(8)	5,5%
Taux d'IS	(9)	25,8%
Coût de la dette après impôts		**4,1%**
D/(D+CP)	(10)	32,3%
CP/(D+CP)		67,7%
Coût moyen pondéré du capital		**10,8%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois
(2) Fairness Finance - moyenne 3 mois
(3) Beta Damodaran et comparables
(4) Gearing cible de la Société
(5) Formule de Hamada
(6) Ibbotson
(7) Formule du modèle MEDAF
(8) Coût de la dette de la Société
(9) Taux d'impôt effectif de la Société
(10) D/(D+CP) = g/(1+g)

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 10,8%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 2,9% correspondant à la moyenne 3 mois au 14 octobre 2024 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 6,0% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en septembre 2024 ;
- un gearing de 47,7%, correspondant au gearing moyen du Groupe sur l'horizon du plan d'affaires (2024 - 2031), en tenant compte d'un coût de la dette correspond à celui pris en compte dans le calcul du CMPC et d'une absence de versement de dividendes ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,83 retenu correspond à la moyenne entre le beta Damodaran du secteur *Chemical (Specialty)* en Europe et des bêtas médians 5 ans des sociétés cotées comparables au Groupe, qui affichent toutes un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15% ;

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- une prime de taille de 4,2%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps en décembre 2022, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,5% correspondant au taux de financement/refinancement communiqué par le Groupe et l'Initiateur ;
- un taux d'imposition normatif de 25,8% en lien avec le taux d'imposition effectif retenu sur l'horizon normatif du plan d'affaires.

3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (décembre 2031) à partir d'un cash-flow disponible normatif, et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, cohérent avec le taux de croissance anticipé de l'économie française sur le long terme ;
- un niveau de marge d'EBIT pré IFRS 16 d'environ 3,5% du chiffre d'affaires correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2031) ;
- un taux d'impôt normatif de 25,8% correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2031) ;
- un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit environ 2,5% du chiffre d'affaires ;
- un besoin en fonds de roulement de 10,5% du chiffre d'affaires (38 jours de chiffre d'affaires), correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2031).

3.3.2.7 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **63,3m€**.

Après prise en compte de la dette financière nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables du Groupe, il ressort une valeur des fonds propres de **34,1m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajustées du Groupe, soit 6.513.708, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés un prix par action ordinaire du Groupe de **5,24€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	27,4
Valeur terminale actualisée	35,8
Valeur d'entreprise	**63,3**
Dette financière nette ajustée	-34,8
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	5,7
Valeur des capitaux propres	**34,1**
Nombre d'actions (en milliers)	6 514
Valeur par action (€)	**5,24 €**
Prix d'Offre (€)	6,50 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	*24,1 %*

Le Prix d'Offre de 6,50€ induit une prime de **24,1%** sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **4,73€** (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 11,3%) et **5,81€** (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,3%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	10,3%	5,56 €	5,81 €	6,09 €
	10,8%	5,03 €	5,24 €	5,48 €
	11,3%	4,55 €	4,73 €	4,93 €

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe.

Néanmoins, cette méthode n'a été retenue qu'à titre secondaire, au regard notamment de l'absence de sociétés cotés opérant répondant à l'ensemble des spécificités du modèle économique du Groupe, retenus dans nos critères de sélection (activité, positionnement, gammes de produits, géographies, etc.).

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est un acteur d'envergure nationale du marché de l'hygiène professionnelle, opérant à la fois sur le segment de l'hygiène (majoritaire) et de la maintenance (minoritaire), avec un modèle mixte entre ses activités de production-distribution et de négoce.

Nous avons procédé à l'analyse d'un panel d'acteurs cotés sur la base des critères d'activité et de positionnement du Groupe, ainsi que notamment des critères suivants :

- une cotation en Europe ou en Amérique du Nord ;
- un suivi de la société par au moins 2 analystes ;
- une clientèle ciblée correspondant à une pluralité de marchés (secteurs des loisirs, de la santé, des entreprises de propreté, de l'industrie, des transports…).

Comme expliqué en préambule de la méthode, ces sociétés ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches. En effet, le positionnement hybride de ce dernier, qui associe à la fois une activité de production et de négoce et une offre produit qui s'articule autour de produits d'hygiène et de maintenance, la rend peu comparable aux autres sociétés cotées du secteur, soit spécialisées dans l'une ou l'autre de ces activités et proposant une gamme de produits moins importante, soit adressant d'autres typologies de produits sur des segments de marchés beaucoup plus larges.

Les critères présentés ci-dessus nous ont notamment conduit à écarter les sociétés suivantes :

- Ecolab, qui présente des activités particulièrement éparses, allant de la vente de produits de nettoyage (désinfectant, détergents, savons, désodorisants…) à la prestation de services de nettoyage, de dératisation, de réparation et de maintenance, avec une part non prépondérante des produits d'hygiène dans les activités de la société. A ce titre, les multiples boursiers d'Ecolab ne nous semblent pas pertinents afin de refléter pleinement l'évaluation spécifique du segment Hygiène ;

- Fuchs, qui est exclusivement spécialisée dans les produits liés au secteur de la maintenance, minoritaires dans la génération de marges du Groupe ;

- McBride, qui est spécialisée dans la fabrication et la vente de produits en marque blanche, contrairement au Groupe qui produit et distribue les produits d'autres grands acteurs du marché (par exemple Reckitt) ou ses produits ;

- Clemondo, qui est suivie par un seul analyste et de taille particulièrement limitée, ce qui remet en cause la fiabilité des prévisions financières ;

- Reckitt, qui présente une importante diversification de ses activités, et une génération de marges principalement *drivée* par le secteur de la santé (50% du résultat opérationnel). A ce titre, les multiples boursiers de Reckitt ne nous semblent pas pertinents afin de refléter pleinement l'évaluation spécifique du segment Hygiène .

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**Pays**	**Capitalisation boursière* (en m€)**	**Chiffre d'affaires 2023 (en m€)**
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	32 242	21 514
Essity AB (publ)	Suède	19 382	13 237
Bunzl plc	Royaume-Uni	14 279	13 595
Moyenne		**21 968**	**16 115**
Médiane		**19 382**	**13 595**

Source : Capital IQ

**Moyenne 1 mois au 14/10/2024*

Nous avons retenu trois sociétés comparables au Groupe opérant sur son marché principal de l'hygiène, à destination d'une clientèle composée de professionnels ou de particuliers :

- Henkel est une société allemande de fabrication et distribution de produits dans les secteurs de l'industrie et de la grande consommation opérant sur le segments des adhésifs, des produits de nettoyage ménager (Laundry & Home Care) et des cosmétiques (Beauty Care). La société est une multinationale présente dans 75 pays et réalise 67,7% de son chiffre d'affaires en Europe et en Amérique du Nord. La société est cotée à la bourse de Francfort et a réalisé 21.514m€ de chiffre d'affaires en 2023.

- Essity est une société suédoise de fabrication et commercialisation de produits d'hygiène. Elle propose une large gamme de produits, notamment des articles en papier, des produits d'hygiène personnelle et des solutions de santé. Bien que présente à l'international, la société réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires en Europe. La société est cotée sur la bourse de Stockholm et a réalisé 13.237m€ de chiffre d'affaires en 2023.

- Bunzl est une société britannique spécialisée dans la distribution d'emballages, de produits et de matériels d'hygiène et de sécurité pour divers secteurs tels que l'hôtellerie, la santé et le commerce de détail. La société opère principalement en Europe et en Amérique du Nord (81,7% du chiffre d'affaires 2023). La société est cotée à la bourse de Londres (LSE) et son chiffre d'affaires s'est élevé à 13.595m€ en 2023.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2025 et 2027 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**Croissance du CA**		
	24/25	**25/26**	**26/27**
Henkel AG & Co. KGaA	2,7%	2,9%	3,4%
Essity AB (publ)	2,6%	2,7%	8,2%
Bunzl plc	3,3%	2,1%	7,3%
Moyenne	**2,9%**	**2,6%**	**6,3%**
Médiane	**2,7%**	**2,7%**	**7,3%**
ORAPI		**1,4%**	

Source : Capital IQ au 14/10/2024

Entre 2025 et 2026, le taux de croissance médian prévu par les sociétés comparables s'élève à 2,7% et est légèrement supérieur au taux de croissance prévu à moyen-terme pour le Groupe.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

En 2027, les taux de croissances plus importants extériorisés pour les sociétés Essity et Bunzl (respectivement 8,2% et 7,3%) proviennent principalement d'un changement au niveau de la composition du panel d'analystes financiers formant le consensus de chiffre d'affaires prospectif.

En effet, le panel d'analystes financiers formant le consensus de chiffre d'affaires 2027 correspond à ceux qui extériorisaient les valeurs les plus importantes au niveau du consensus de chiffre d'affaires 2026 ; les autres analystes qui composaient ce consensus de chiffre d'affaires 2026 ne fournissant pas de données prévisionnelles pour l'année 2027.

Retraités de cet élément, les taux de croissances extériorisés sont similaires au taux de croissance extériorisé pour la société Henkel pour la même année, et cohérents avec les taux de croissance prospectifs des années 2025 et 2026.

Les taux de croissance prospectifs des comparables boursiers sont supérieurs aux taux de croissance du Groupe en raison de l'existence pour les comparables boursiers de multiples relais de croissance supplémentaires, liés principalement à leur taille et à leur diversification

Les taux de marge d'EBIT 2025-2027 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**Marge d'EBIT**		
	2025	**2026**	**2027**
Henkel AG & Co. KGaA	14,6%	14,9%	14,7%
Essity AB (publ)	13,7%	13,9%	13,3%
Bunzl plc	7,9%	8,1%	7,6%
Moyenne	**12,1%**	**12,3%**	**11,8%**
Médiane	**13,7%**	**13,9%**	**13,3%**
ORAPI		**2,5%**	

Source : Capital IQ au 14/10/2024

Les taux de marge d'EBIT 2025-2027 prospectifs du Groupe, qui ressortent en moyenne à 2,5%, sont très inférieurs aux taux de marge médians des sociétés comparables de l'échantillon sur la période 2025-2027, qui ressortent entre 13,3% et 13,9% sur la même période.

Si le différentiel de marges peut-notamment être expliqué par les effets de rationalisation des charges opérationnelles et d'économies d'échelle des comparables boursiers en raison de leur taille beaucoup plus importante que celle du Groupe, il s'explique également par le différentiel d'activité existant entre les sociétés ; la société Bunzl opérant sur le segment du négoce aux marges plus restreintes, tandis que les sociétés Henkel et Essity opèrent sur le segment de la production-distribution plus rémunérateurs.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), et avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon.

Par ailleurs, nous précisons que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats du Groupe que nous avons retraités sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, le Groupe présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;

- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBIT d'évaluation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables	
Comparables boursiers	**VE/EBIT 2027**
Henkel AG & Co. KGaA	10,5x
Essity AB (publ)	11,3x
Bunzl plc	13,6x
Moyenne	**11,8x**
Médiane	**11,3x**

Source : Capital IQ au 14/10/2024

3.3.3.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT)

Comme présenté en section 3.1.3.2, le plan d'affaires du Groupe, dont est issu l'EBIT prospectif retenu dans la cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, est élaboré sur la base du référentiel comptable français (normes ANC).

Dans la mesure ou les sociétés comparables établissent leurs comptes en IFRS ou en US GAAP, il convient de procéder au retraitement de l'EBIT du Groupe des normes ANC vers les normes IFRS.

A ce titre, outre le retraitement de l'impact IFRS 16 mentionné ci-avant, nous avons retraité la CVAE, prise en compte dans le poste d'impôts sur les sociétés en normes IFRS, de l'EBIT du Groupe.

3.3.3.5 - Application de la méthode

Le plan d'affaires intègre les effets des synergies et dissynergies attendues du rapprochement de l'Initiateur et du Groupe, avec un *ramp-up* au niveau de la génération de marges opérationnelles (EBIT prospectif) sur son horizon.

Afin d'intégrer au mieux les synergies attendues dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, il conviendrait ainsi de retenir les multiples d'EBIT à long-terme. Néanmoins, ce raisonnement se heurte à l'accroissement du caractère incertain des prévisions opérationnelles dans le temps.

A ce titre, et afin d'intégrer le plein effet des synergies attendues tout en garantissant un minimum de fiabilité des estimations des agrégats des comparables boursiers, nous avons retenu le multiple médian VE / EBIT pour l'année 2027, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées que nous avons appliqué à l'EBIT prévisionnel du Groupe sur la même année.

Nous avons, par ailleurs, appliqué aux valeurs d'entreprise des sociétés de l'échantillon une décote de taille, en raison de leur capitalisation boursière nettement supérieure à celle d'Orapi.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Cette décote est estimée entre 20% et 40% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« Firm value and marketability discounts »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers ou encore d'Eugène Grena, qui extériorisent des décotes de taille de l'ordre de 20% à 40%.

Nous avons retenu un niveau de décote correspondant à la fourchette basse ressortant de l'analyse, soit 20%.

3.3.3.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers.

ORAPI - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
En m€	**VE/EBIT**
	2027
Valeur des fonds propres (en m€)	**33,7**
Nombre d'actions (en milliers)	6 514
Valeur par action (€)	**5,17 €**
Prix d'Offre (€)	6,50 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	*25,6%*

Nous obtenons, en synthèse, une valeur du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 5,17€.

Le Prix d'Offre de 6,50€ fait ressortir une prime de 25,6% sur la valeur obtenue par cette méthode.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.3.4 - Référence au cours de bourse (à titre secondaire)

Le Groupe a été introduit en bourse sur le marché Euronext Paris en 2000. Les actions Orapi sont cotées sur Euronext Compartiment C sous le code ISIN FR0000075392 et ont pour code mnémonique ORAP.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du retrait obligatoire (9 septembre 2024) s'élevait à environ 41,1m€, permettant de classer le Groupe dans la catégorie des « *Small Caps* ».

A notre connaissance, Il fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier : Gilbert Dupont. Ainsi, il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat du Groupe se répartit comme suit :

ORAPI - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	**Total des actions**	**% du capital social**	**Droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théorique**
Groupe Paredes Orapi	5 936 639	89,4%	5 935 739	88,3%
Dont actions ordinaires	*5 935 739*	*89,3%*	*5 935 739*	*88,3%*
Dont actions de préférence	*900*	*0,0%*	*0*	*0,0%*
Auto-détention	128 927	1,9%	128 927	1,9%
Autres	577 968	8,7%	659 716	9,8%
Total des actions	**6 643 534**	**100,0%**	**6 724 382**	**100,0%**

Source : Projet de Note d'Information

Le capital flottant représente 8,70% du capital du Groupe, soit 577.968 actions ordinaires.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Orapi - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	**Titres échangés en cumul**	**Volume cumulé en % du total[1]**	**Volume cumulé en % du flottant[2]**
Moyenne 1 mois	456	10 042	0,2%	1,7%
Moyenne 3 mois	388	25 589	0,4%	4,4%
Moyenne 6 mois	1 165	150 307	2,3%	26,0%
Moyenne 9 mois	2 030	387 725	6,0%	67,1%
Moyenne 12 mois	2 857	731 428	11,2%	126,6%
Moyenne 240 jours	**2 803**	**672 606**	**10,3%**	**116,4%**

Source : Capital IQ, Euronext au 10 septembre 2024

[1] *Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions*

[2] *Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant*

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 388 titres (moyenne 3 mois) et 2.857 titres (moyenne 12 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 731.428, soit 11,2% du nombre total de titres et 126,6% du flottant.

Sur le dernier mois de bourse avant l'annonce du retrait obligatoire (9 septembre 2024), le nombre total de titres échangés représente 0,2% du nombre total de titres et 1,7% du flottant.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Si la liquidité du titre du Groupe semble importante, nous précisons que :

- le flottant pris en compte dans notre calcul correspond au flottant à la date du Projet de Note d'Information, qui a évolué à la suite des différentes prises de participation de l'Initiateur au capital du Groupe sur la période d'analyse retenue dans nos travaux ;

- la plupart des titres échangés et inclus dans les moyennes 6 mois, 9 mois, 12 mois et 230 jours correspondent à des titres acquis par l'Initiateur. En effet, la dernière prise de participation au capital du Groupe a été réalisée en date du 25 avril 2024.

Ainsi, la liquidité du titre du Groupe dépolluée de ces éléments ne peut que s'analyser sur les 3 derniers mois, période au cours de laquelle elle est particulièrement réduite.

En outre, nous rappelons que notre période d'analyse, soit du 9 septembre 2023 au 9 septembre 2024, correspond à une période pendant laquelle le Prix d'Offre de la première OPA (6,50€) était connu.

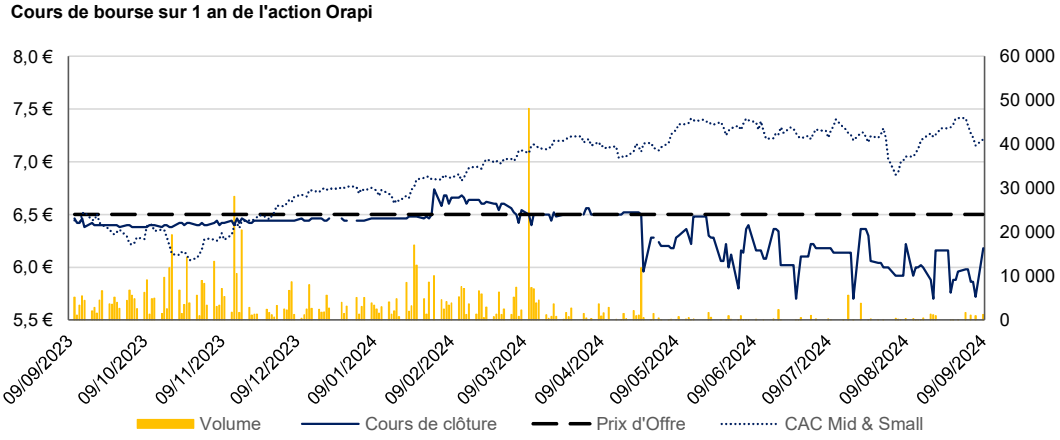
A ce titre, le cours de l'action est resté relativement stable autour de ce Prix d'Offre pendant la période d'analyse couvrant les acquisitions des titres du Groupe par l'Initiateur.

Enfin, nous rappelons que le Groupe ne fait l'objet d'un suivi que par un seul analyste financier.

En raison de l'ensemble de ces éléments, mais également du fait que la valeur du cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire, nous avons retenu la méthode à titre secondaire.

3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action Orapi sur la dernière année écoulée est présentée ci-dessous :



Entre septembre 2023 et fin janvier 2024, le cours s'est stabilisé dans une fourchette comprise entre 6,40€ et 6,50€. Durant cette période, l'annonce des résultats semestriels n'a pas impacté le cours, ce dernier ayant déjà assimilé l'Opération prévue. En effet, l'annonce de la première opération menée par le Groupe Paredes en juin 2023 au prix de 5,88€, puis la revalorisation de l'Offre en août 2023 à 6,50€, ont consolidé le cours autour de ce dernier prix.

Le début de l'année 2024 est marqué par l'ouverture de l'Offre Publique (le 27 décembre 2023) et l'acquisition de la part de l'Initiateur des actions apportées à l'Offre par Kartesia et par les managers (29,80% du capital). Le groupe communique le 1er février 2024 sur les résultats de l'Offre Publique et annonce la part à présent détenue par l'Initiateur, qui s'élève à 84,23% du capital après pris en compte des actions en auto-détention.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

La hausse du cours observée le 2 février, atteignant un pic à 6,75€, s'explique principalement par cette annonce ainsi que l'annonce d'une réouverture de l'Offre au même prix afin d'offrir une liquidité supplémentaire aux actionnaires du Groupe voulant apporter leurs actions.

La clôture de l'Offre Publique d'Achat par le groupe Paredes, a marqué une tendance baissière du cours de l'action, adoptant une forme sinusoïdale. Le 25 avril, l'Initiateur acquiert 11.891 actions faisant passer définitivement sa participation totale au-dessus de 90% du capital. Cette acquisition a entrainé une baisse du cours de l'action à 5,96€ le 26 avril 2024.

A la suite de l'Offre, les variations du cours de l'action ont été ponctuées par des résultats inférieurs aux attentes, en raison de la non-réalisation des synergies espérées lors des acquisitions précédentes, ainsi que par des dépréciations d'actifs qui ont impacté négativement le prix de l'action.

3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 9 septembre 2024, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'OPR des actions du Groupe au prix de 6,50€.

Orapi - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	**Prime extériorisée en %[1]**
Cours de clôture (le 9 septembre 2024)	**6,18**	**5,2%**
CMPV* 20 jours	**5,84**	**11,2%**
CMPV* 60 jours	**5,99**	**8,4%**
CMPV* 120 jours	6,30	3,2%
CMPV* 180 jours	6,47	0,4%
CMPV* 240 jours	6,45	0,8%
Maximum cours de clôture - 1 an	*6,74*	*-3,6%*
Minimum cours de clôture - 1 an	*5,70*	*14,0%*

[1] *Pour un prix d'offre de 6,50€ par action*
**Cours Moyen Pondéré par les Volumes*
Source : Capital IQ le 9 septembre 2024

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 5,84€ (moyenne 20 jours) et 6,47€ (moyenne 180 jours).

Le prix proposé de 6,50€ par action extériorise des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse, comprises entre 0,4% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 180 jours) et 11,2% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours).

Il extériorise également une prime de 5,2% sur le cours de clôture au 9 septembre 2024, et une décote de 3,6% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année (6,74€ le 2 février 2024, lendemain de la communication des résultats finaux de l'offre initiale).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 9 septembre 2024 (dernier cours observé avant l'annonce de l'opération de retrait obligatoire).

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 240 jours seront également présentées en synthèse.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

3.4 - Analyse des synergies/dissynergies

Le plan d'affaires Groupe retenu pour les besoins des tests de dépréciation des UGT au 30 juin 2024 et correspondant au plan d'affaires utilisé pour la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation intègre les effets des synergies/dissynergies attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

Nous rappelons ci-dessous les différentes synergies/dissynergies identifiées par le Groupe et par l'Initiateur et incluses dans les prévisions du plan d'affaires :

- l'internalisation progressive d'une partie de la production des produits de chimie destinés à faire l'objet d'une distribution finale par l'Initiateur, et dont les pleins effets sont attendus à partir de 2028 ;

- la contraction à partir de 2025 du portefeuille client du Groupe ;

- l'intensification des actions de développement commercial à partir de 2027 ;

- une amélioration du taux de marge brute liée à l'efficience de la productivité achats, permise par le rapprochement du Groupe et de l'Initiateur et la mutualisation des actions d'achats de matières premières et marchandises ;

- une réduction des charges opérationnelles permises par la mise en œuvre d'actions de mutualisation des entrepôts du Groupe, et de rationalisation des charges de personnel ;

- une augmentation des charges opérationnelles en raison de la mise en œuvre d'actions d'alignement des politiques salariales du Groupe avec celles de l'Initiateur, et de location d'un nouveau siège social commun aux deux groupes ;

- la mise à disposition de consultants dans le cadre de l'encadrement et de la réalisation des actions d'intégration.

Les impacts chiffrés des différentes synergies/dissynergies identifiées par le Groupe et par l'Initiateur sont présentés en section 3.3.2.2.

Ainsi, les valeurs extériorisées par la mise en œuvre de notre évaluation multicritère intègrent déjà les effets des synergies/dissynergies attendues du rapprochement entre le Groupe et l'Initiateur sur la valeur par action du Groupe.

Dans la mesure où, d'une part notre évaluation multicritère suppose implicitement que l'ensemble des synergies/dissynergies sont rétrocédées aux actionnaires minoritaires, et d'autre part le taux d'actualisation et le multiple utilisés pour évaluer les synergies/dissynergies correspondent à ceux utilisés pour évaluer par ailleurs le Groupe à périmètre organique, alors même qu'elles sont par définition plus aléatoires, les valeurs extériorisées par notre évaluation multicritères constituent des bornes hautes ; les synergies étant supérieures aux dissynergies.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre des Etablissements Présentateurs

Les travaux et conclusions des Etablissements Présentateurs sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, les Etablissements Présentateurs ont retenu l'approche suivante pour évaluer les actions du Groupe :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital (retenue à titre principal) ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif) ;
- Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif) ;
- Référence aux objectifs de cours (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre indicatif) ;
- Référence à l'actif net comptable (retenue à titre indicatif).

Nous avons également retenu la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital et la méthode des flux de trésorerie actualisés à titre principal, et la méthode des comparables boursiers et la référence au cours de bourse à titre secondaire.

Nous n'avons en revanche pas retenu la référence aux objectifs de cours, la méthodes des transactions comparables et la référence à l'actif net comptable, pour les raison exposées en section 3.2 du présent rapport.

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par les Etablissements Présentateurs nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes ci-dessous.

4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital

Les Etablissements Présentateurs ont fait référence aux transactions récentes intervenues sur la capital du Groupe suivantes :

- l'Acquisition du Bloc en octobre 2023 auprès de Monsieur Guy Chifflot, La Financière MG3F. et la société GC Consult, pour un prix de 6,50€ par action ordinaire et 5,20€ par ORA 2 ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPA, pour un prix de 6,50€ par action ordinaire ;
- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, pour un prix moyen de 6,50€ par action ordinaire et dans une fourchette comprise entre 6,34€ et 6,50€ par action.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Les Etablissements Présentateurs retiennent en synthèse le prix de 6,50€ correspondant à l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPA.

Nous avons pour notre part fait référence aux mêmes transactions récentes intervenus sur le capital du Groupe, et retenu en synthèse l'ensemble de ces références.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, les Etablissements Présentateurs ont :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe pour les exercices allant du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2031 ;
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2031 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- actualisé les flux au taux de 12,4%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital du Groupe et intègre un taux sans risque (3,0%), une prime de risque (7,1%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,98 et une prime de taille de 5,0% ainsi qu'un gearing de 100,00%, un coût de la dette après impôts de 4,5% et un taux d'impôt de 25,00%, et
- retranché de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2024 (-30,4m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par les Etablissements Présentateurs, fait ressortir une valeur centrale de l'action du Groupe de 3,77€, le Prix d'Offre offrant une prime d'environ 73% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBITDA fait ressortir une valeur par action comprise entre 3,25€ (taux d'actualisation de 12,6% et taux de marge d'EBITDA de 5,8%) et 4,33€ (taux d'actualisation de 12,1% et taux de marge d'EBITDA de 6,3%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2031, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles des Etablissements Présentateurs ; les principales divergences expliquant les différences de valeur par action entre les travaux des Etablissements Présentateurs et nos travaux étant :

- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - <u>Hypothèses retenues sur la période explicite</u>

Nos prévisions sur la période 2024-2031 du plan d'affaires sont globalement identiques à celles utilisées par les Etablissements Présentateurs, le plan d'affaires communiqué par le Groupe n'ayant pas été modifié de part et d'autre. Néanmoins, les divergences observées concernent :

(i) Le calcul et l'application du taux d'impôt sur les sociétés :

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un taux d'impôt sur les sociétés de 25,0%. Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt sur les sociétés intégrant la contribution sociale représentant 3,3% de l'impôt sur les sociétés sur le périmètre France ; le taux d'impôt sur les sociétés extériorisé sur la durée du plan d'affaires s'élevant ainsi à 25,8%.

Par ailleurs, les Etablissements Présentateurs ne retraitent pas le produit de CIR dans le cadre du calcul de la base imposable sur l'horizon du plan d'affaires, contrairement à nous.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

(ii) Impact de la cession du site de Vaulx-en-Velin :

Les Etablissements Présentateurs ont retenu sur le second semestre 2024 le montant de la cession du site de Vaulx-en-Velin net des charges associées mais sans prendre en compte la fiscalité afférente.

Nous avons, pour notre part, calculé le montant de la cession du site de Vaulx-en-Velin net des charges associées et de la fiscalité afférente.

(iii) Impact global :

Les différences présentées ci-dessus ont un impact mineur de 0,2m€ sur les flux de trésorerie extériorisés sur l'horizon du plan d'affaires entre les travaux des Etablissements Présentateurs et nos travaux.

4.2.2.2 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par les Etablissements Présentateurs est cohérente avec notre position en termes de construction du flux normatif, les principales différences correspondant à :

- un taux d'imposition sur les sociétés différencié tel que présenté en section 4.2.2.1 *supra* ;
- un ratio de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires retenu à 10,5% pour notre part contre 9,2% pour les Etablissements Présentateurs ; le différentiel correspondant à l'ajustement du BFR effectué par nos soins et présenté en section 1.2.5.2.

Ces différences impactent légèrement le flux normatif ressortant de nos travaux par rapport à celui retenu par les Etablissements Présentateurs.

4.2.2.3 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC			
		Etablissements Présentateurs	**Crowe HAF**
Taux sans risque	(1)	3,0%	2,9%
Prime de risque du marché	(2)	7,1%	6,0%
Beta désendetté	(3)	0,98	0,83
Gearing	(4)	100,0%	47,7%
Beta endetté	(5)	1,7	1,12
Prime de taille	(6)	5,0%	4,2%
Coût des capitaux propres	**(7)**	**20,1%**	**14,0%**
Coût de la dette	(8)	6,0%	5,5%
Taux d'IS	(9)	25,0%	25,8%
Coût de la dette après impôts		**4,5%**	**4,1%**
D/(D+CP)	(10)	50,0%	32,3%
CP/(D+CP)		50,0%	67,7%
Coût moyen pondéré du capital		**12,4%**	**10,8%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 12 mois (Bloomberg)
(2) Moyenne 12 mois (Bloomberg)
(3) Beta Damodaran - Secteur « Produits chimiques »
(4) Gearing de la Société
(5) Formule de Hamada
(6) Kroll
(7) Formule du modèle MEDAF
(8) Coût de la dette de la Société
(9) Taux d'impôt français
(10) D/(D+CP) = g/(1+g)

Le taux d'actualisation retenu par les Etablissements Présentateurs (12,4%) est supérieur à celui que nous avons retenu (10,8%).

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées (notamment pour le calcul du Bêta) et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (taux sans risque et prime de risque), ainsi que le gearing retenu comme le montre le tableau ci-dessus.

L'approche des Etablissements Présentateurs reste toutefois cohérente.

4.2.2.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 30,4m€ au 30 juin 2024 intégrant la dette financière nette pré-IFRS 16 au 30 juin 2024 (28,3m€) ajustée du compte de séquestre lié à la cession de PHEM (-0,2m€), de dettes fournisseurs échues (0,2m€), des provisions pour indemnités de départ à la retraite et des provisions pour risques et charges nettes d'impôts (5,1m€), du montant des intérêts minoritaires pour leur valeur nette comptable (1,4m€) et des déficits fiscaux reportables (-4,4m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la somme de la dette financière nette ajustée (34,8m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport et de la valeur actuelle des déficits fiscaux reportables calculée par nos soins (-5,7m€), soit 29,1m€.

L'écart est peu significatif et porte principalement sur :

- la prise en compte pour notre part de la créance de CIR comptabilisée en actifs financiers non courants (-0,2m€) ;
- le différentiel de montant des déficits fiscaux reportables, qui résulte de la prise en compte d'un taux d'actualisation plus important pour les Etablissements Présentateurs (-1,3m€) ;
- le différentiel de montant des provisions pour risques et charges (0,4m€) ;
- la prise en compte par les Etablissements Présentateurs des dettes fournisseurs échues (-0,2m€) ;

Ces divergences conduisent à un écart de 1,3m€ de trésorerie supplémentaire pour notre part par rapport aux Etablissements Présentateurs.

4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par les Etablissements Présentateurs ressort en synthèse à 3,77€ et se situe en-deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (5,24€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise une prime d'environ 73% sur la valeur centrale des Etablissements Présentateurs.

4.2.3 - Référence au cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs ont retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

Les Etablissements Présentateurs présentent en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60, 120, 180 et 240 dernières séances boursières précédant le 9 septembre 2024 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération de retrait.

Nous avons retenu, pour notre part à titre principal, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60 dernières séances boursières et le cours spot qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise une prime comprise entre 0,4% et environ 11% sur les différentes valeur retenues par les Etablissements Présentateurs.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.

Cependant, nous retenons la méthode du cours de bourse à titre secondaire comme expliqué en section 3.3.

4.2.4 - Méthode des comparables boursiers

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de cinq sociétés du secteur de l'hygiène professionnelle (Bunzl, Ecolab, Henkel, McBride et Reckitt Benckiser) évoluant principalement en Europe et en Amérique du Nord.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de trois sociétés (Henkel, Bunzl et Essity), deux d'entre elles étant aussi retenues par les Etablissements Présentateurs.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Ecolab, McBride et Reckitt Benckiser pour les raisons évoquées en section 3.3.3.1.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios médians retenus par les Etablissements Présentateurs correspondent à la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous avons également privilégié le multiple d'EBIT pour les raisons exposées en section 3.3.3.3.

Les Etablissements Présentateurs ont, pour le calcul de leurs multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 9 septembre 2024, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière au 9 septembre 2024 et la dette nette publiée la plus récemment.

Nous avons pour notre part retenu des données financières au 14 octobre 2024, soit une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 14 octobre 2024 et la dette nette publiée la plus récemment.

En outre, les Etablissements Présentateurs ont retenu une décote de taille et d'illiquidité de 26% dans l'application de la méthode, tandis que nous retenons une décote de 20%.

Les multiples moyens retenus par les Etablissements Présentateurs ont été appliqués aux EBIT 2025 et 2026 pré IFRS 16. Nous avons pour notre part retenu l'EBIT 2027 pré-IFRS retraité de la CVAE pour les raisons expliquées en sections 3.3.3.4 et 3.3.3.5.

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 30,4m€ au 30 juin 2024 alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette financière nette ajustée de 34,8m€. Les principaux écarts étant expliqués en section 4.2.2.4 du présent rapport. De surcroît, les Etablissements Présentateurs prennent également en compte l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits fiscaux reportables dans la dette financière nette ajustée utilisée (pour 4,4m€).

Pour notre part, nous considérons que la valeur des économies d'impôts est implicitement intégrée dans la calcul des multiples des comparables boursiers, et retenons uniquement sa prise

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres dans la méthode des flux de trésorerie actualisés.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action du Groupe obtenue par les Etablissements Présentateurs en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 1,63€ et 2,63€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 5,17€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application du multiple d'EBIT médian pour l'année 2027.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de la décote retenue, des années retenues dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise une prime comprise entre environ 147% et 300% sur les valeurs retenues par les Etablissements Présentateurs.

4.2.5 - Référence au cours cible des analystes financiers suivant la valeur

Les Etablissements Présentateurs ont retenu, à titre indicatif, la référence aux notes d'analystes financiers suivant les actions du Groupe.

L'unique analyste suivant le cours de l'action, Gilbert Dupont, extériorise une valeur par action de 5,80€ au 18 juillet 2024. Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorise ainsi une prime de 12,1% sur l'objectif de cours de l'analyste financier.

Nous excluons pour notre part cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.3.

4.2.6 - Méthode des transactions comparables

4.2.6.1 - Choix de l'échantillon

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de neuf transactions ayant eu lieu entre 2013 et 2023 sur le secteur des produits de nettoyage et de l'hygiène, principalement en Europe.

4.2.6.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le multiple retenu par les Etablissements Présentateurs correspond au multiple médian d'EBIT ressortant de l'échantillon appliqué à l'EBIT pré-IFRS 16 2025 du Groupe.

La valeur d'entreprise obtenue est ensuite décotée de 22,0% pour tenir compte du différentiel de taille existant entre le Groupe et les sociétés de l'échantillon.

Après prise en compte d'un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 30,4m€ au 30 juin 2024, la valeur de capitaux propres obtenue s'établie à 11,6m€, soit 1,78€ par action du Groupe.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

La valeur par action à ensuite fait l'objet d'une actualisation sur une année au coût des fonds propres endettés pris en compte dans la méthodes des flux de trésorerie actualisés (20,1%), permettant d'obtenir une valeur par action actualisée de 1,49€ par action du Groupe.

4.2.6.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action du Groupe obtenue par les Etablissements Présentateurs en appliquant la méthode des transactions comparables ressort à 1,49€. Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorisant une prime d'environ 338% sur cette valeur.

Nous excluons pour notre part cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.5.

4.2.7 - Référence à l'actif net comptable

Les Etablissements Présentateurs ont retenu, à titre indicatif, la référence à l'actif net comptable dans le cadre de l'évaluation des titres du Groupe.

Ils extériorisent un actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 30 juin 2024 à 27,5m€, hors intérêts minoritaires, soit une valeur de 4,22€ par action. Le Prix d'Offre proposé de 6,50€ extériorisant une prime d'environ 54% sur cette valeur.

Nous excluons pour notre part cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.1.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre

Nous avons examiné l'ensemble des éléments connexes à l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre. Les résultats de notre analyse sont présentés ci-dessous.

5.1 - Analyse des accords connexes à l'Offre

Il n'existe, au mieux de notre connaissance, aucun accord connexe à l'Offre susceptible d'avoir un impact significatif sur le Prix d'Offre.

5.2 - Analyse des potentiels effets de la procédure amiable en cours

Le 18 octobre 2023, la société La Financière MG3F, le Groupe, les entités Kartesia, l'Initiateur et divers autres anciens actionnaires du Groupe ont conclu un protocole transactionnel (ci-après le « Protocole Transactionnel »).

Aux termes de ce Protocole Transactionnel, les parties se sont notamment engagées à :

- mettre un terme au litige en cours devant le juge des référés du Tribunal de commerce de Lyon entre la société La Financière MG3F, le Groupe et certaines entités Kartesia relatif au versement de la rémunération de la société La Financière MG3F au titre de la convention de prestation de services conclue entre cette dernière et le Groupe, tel que modifié par avenant du 29 juillet 2020 ;

- solder le compte courant débiteur inscrit au nom de la société La Financière MG3F dans les livres du Groupe, par règlement par la société La Financière MG3F d'un montant de 1,4m€. La société La Financière MG3F, le Groupe et l'Initiateur s'engagent par ailleurs à ce que soit désigné un expert de premier rang spécialisé en évaluation d'entreprises, pour statuer sur le montant de ce compte courant.

Dans le cadre du déroulement de cette procédure amiable, le cabinet KPMG a été choisi par les parties afin de statuer sur le montant du compte courant. En respect du principe de prudence, le Groupe a provisionné au titre de cette procédure amiable un montant d'environ 508k€, que nous avons retenu net de fiscalité (à un taux de 25,8%) dans la dette financière nette ajustée du Groupe au 30 juin 2024 pour les besoins de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation.

Si les conclusions du rapport KPMG n'ont pas encore été communiquées aux parties prenantes, le potentiel impact haussier maximum sur la valeur par action du Groupe, en cas de conclusion qui donneraient entièrement raison au Groupe, est particulièrement limité. En effet, en tenant compte du montant post fiscalité de la provision et du nombre de titres retenus dans nos travaux d'évaluation, cet impact haussier maximum se limite à un montant d'environ 377k€, soit 0,06€ par action du Groupe.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

Nous avons reçu, en date du 9 octobre 2024 et du 22 octobre 2024, un courrier recommandé et un courriel en provenance du collectif Valora 3.14, qui rassemble certains actionnaires minoritaires du Groupe (ci-après le « Collectif »).

Conformément aux dispositions de l'instruction AMF relatives à la définition du périmètre de notre mission d'expertise, nous présenterons ici les observations formulées par le Collectif, et dont l'interprétation rentre dans notre champ de compétences, ainsi que notre analyse.

6.1 - Existence de potentielles contreparties à l'Offre entre Kartesia et Paredes

Les observations faites par le Collectif sur ce point ont déjà été traitées par la cabinet Accuracy dans son rapport d'expertise indépendante relatif à la réalisation de la précédente OPA (partie 6.1 du rapport).

Dans la mesure où il n'existe pas d'éléments nouveaux qui nous amèneraient à clarifier et/ou spécifier les explications données par le cabinet Accuracy, nous renvoyons sur ce point à son rapport d'expertise indépendante, inclus dans la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPA.

Nous rappelons néanmoins que, depuis la réalisation de l'OPA, Kartesia n'entretient plus aucun lien capitalistique avec le Groupe, et que le cabinet Accuracy a conclu à l'absence d'existence de compléments de prix lors de son analyse des accords connexes.

6.2 - Eléments de valorisation à prendre en compte pour évaluer le Groupe

Le Collectif souligne le fait qu'un certain nombre d'éléments, résumés ci-dessous, sont à prendre en compte dans les travaux d'évaluation du Groupe.

6.2.1 - Cession de certains sites de production

Le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation intègre la cession du site de Vaulx-en-Velin, pour un montant net de charges associées d'environ 1,4m€ (voir section 3.3.2.2).

Nous précisons que le montant retenu dans le plan d'affaires dans le cadre de la cession du site de Vaulx-en-Velin correspond à l'offre la mieux-disante reçue à date.

Nous comprenons par ailleurs, par le Groupe et par l'Initiateur qu'il n'est prévu aucune autre cession d'actifs immobiliers du Groupe à date.

6.2.2 - Arrêt de la convention de services entre le Groupe et La Financière MG3F

Nous rappelons que le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation a été dans un premier temps élaboré à périmètre organique, hors effets attendus des synergies/dissynergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur, puis les synergies/dissynergies identifiées ont été incluses dans les prévisions (voir section 3.3.2.2).

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Notamment, les charges opérationnelles en pourcentage du chiffre d'affaires ont été maintenues stables par rapport à l'année 2023 sur le périmètre organique. Nous rappelons que les comptes consolidées au 31 décembre 2023 extériorisent le fait qu'il a été enregistré sur l'année une charge d'environ 595k€ au titre de la convention de services, mais également des avoirs pour un montant d'environ 1.010k€ au titre de cette même convention (régularisation de l'exercice 2022).

Ainsi, les prévisions du plan d'affaires intègrent mécaniquement, au-delà d'une simple absence de charges liées à la convention de services, un produit opérationnel sur son horizon explicite, accrétif pour la valeur par action du Groupe ressortant de nos travaux d'évaluation.

6.2.3 - Compte courant dû par La Financière MG3F au Groupe

Les observations faites par le Collectif sur ce point ont déjà été traitées par la cabinet Accuracy dans son rapport d'expertise indépendante relatif à la réalisation de la précédente OPA (partie 6.2 du rapport).

Dans la mesure où il n'existe pas d'éléments nouveaux qui nous amèneraient à clarifier et/ou spécifier les explications données par le cabinet Accuracy, nous renvoyons sur ce point à son rapport d'expertise indépendante, inclus dans la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPA.

Nous rappelons néanmoins que la trésorerie correspondant au remboursement du compte courant est bien incluse dans la dette financière nette ajustée du Groupe au 30 juin 2024 retenue dans la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation.

6.2.4 - Baisse des investissements dans les années à venir

Nous renvoyons sur ce point à la section 3.3.2.2 de notre rapport qui explicite les besoins d'investissements retenus sur l'horizon du plan d'affaires du Groupe.

6.2.5 - Déficits fiscaux reportables

Les observations faites par le Collectif sur ce point ont déjà été traitées par la cabinet Accuracy dans son rapport d'expertise indépendante relatif à la réalisation de la précédente OPA (partie 6.2 du rapport).

Dans la mesure où il n'existe pas d'éléments nouveaux qui nous amèneraient à clarifier et/ou spécifier les explications données par le cabinet Accuracy, nous renvoyons sur ce point à son rapport d'expertise indépendante, inclus dans la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPA.

Nous rappelons néanmoins que la valeur des déficits fiscaux reportables du Groupe est bien incluse dans nos travaux d'évaluation.

6.2.6 - Créances liées à l'affacturage

Nous rappelons que la mise en place d'un dispositif d'affacturage permet d'obtenir auprès d'un factor la liquidité immédiate des créances qui lui sont apportées.

A ce titre, ce dispositif permet à la société de disposer immédiatement d'un équivalent monétaire (trésorerie) à la valeur faciale des créances (déduction faite d'un éventuel fonds de garantie, de la rémunération du factor…).

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Nous rappelons par ailleurs, que dans le cas d'un affacturage consolidant, le risque de recouvrement des créances n'est pas transféré au *factor*.

Ainsi, la société comptabilise également une dette auprès du *factor* matérialisant son obligation de rembourser la trésorerie avancée par celui-ci.

Au cas d'espèce, il convient donc bien de prendre dans la dette financière nette ajustée du Groupe au 30 juin 2024 la dette auprès des *factors*, dans la mesure où la trésorerie avancée est également incluse.

6.2.7 - Clauses de retour à meilleure fortune Orapi Hygiène

Dans la mesure où Orapi Hygiène est une filiale du Groupe, l'activation de la clause de retour à meilleure fortune constituerait un flux intragroupe.

L'évaluation de la valeur par action du Groupe procédant d'une approche consolidée, et la société Orapi Hygiène étant consolidé en intégration globale au niveau du Groupe, ce flux intragroupe n'aurait aucun impact sur le résultat des travaux d'évaluation.

6.3 - Appréciation du Prix d'Offre

Les observations faites par le Collectif sur ce point ont déjà été traitées par le cabinet Accuracy dans son rapport d'expertise indépendante relatif à la réalisation de la précédente OPA (partie 6.3 du rapport).

Dans la mesure où il n'existe pas d'éléments nouveaux qui nous amèneraient à clarifier et/ou spécifier les explications données par le cabinet Accuracy, nous renvoyons sur ce point à son rapport d'expertise indépendante, inclus dans la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPA.

Nous précisons toutefois que :

- la performance financière historique du Groupe au 31 décembre 2023 est en retrait par rapport à celle qui avait été budgétée dans le Plan d'Affaires OPA ;

- les prévisions du plan d'affaires élaboré par le Groupe et l'Initiateur, et retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation, s'inscrivent en retrait par rapport au prévisions du Plan d'Affaires OPA (voir section 3.1.3.4.) ;

- les effets attendus des synergies/dissynergies issues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur sont inclus dans les prévisions du plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation (voir section 3.3.2.2.), et ainsi dans notre appréciation de la valeur par action du Groupe.

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et les Etablissements Présentateurs et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissements Présentateurs			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre de 6,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues à titre principal :					
Référence aux transactions récentes sur le capital		6,50 €		6,50 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	3,25 €	3,77 €	4,33 €	5,24 €	24,1%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers	1,63 €		2,63 €	5,17 €	25,6%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 9 septembre 2024)		6,18 €		6,18 €	5,2%
Cours moyen pondéré 20 jours*		**5,85 €**		**5,85 €**	**11,1%**
Cours moyen pondéré 60 jours*		**5,99 €**		**5,99 €**	**8,5%**
Cours moyen pondéré 120 jours*		6,30 €		6,30 €	3,2%
Cours moyen pondéré 180 jours*		6,47 €		6,47 €	0,5%
Cours moyen pondéré 240 jours*		6,45 €		6,45 €	0,8%
Méthodes écartées :					
Méthodes des transactions comparables		1,49 €		n.a	n.a
Référence aux cours cibles des analystes financiers		5,80 €		n.a	n.a
Référence à l'Actif Net Comptable au 30/06/2024		4,22 €		n.a	n.a

n.a : non applicable
** Calcul des cours moyen pondérés au 09/09/2024*

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 5.935.739 actions ordinaires et 900 actions de préférence au capital du Groupe. En incluant les actions en auto-détention, soit 128.927 actions ordinaires, l'Initiateur détient 91,30% du capital du Groupe et 90,19% de ses droits de vote.

Cette détention au capital du Groupe par l'Initiateur fait suite à la réalisation de différentes opérations :

- l'Acquisition du Bloc en octobre 2023 auprès de Monsieur Guy Chifflot, La Financière MG3F. et la société GC Consult, représentant 2.315.265 actions ordinaires, au prix de 6,50€ par action ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPA, représentant 3.516.932 actions ordinaires, au prix de 6,50€ par action ;
- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 11 mars 2024 et le 25 avril 2024, représentant 103.542 actions ordinaires et 900 actions de préférence, pour un prix moyen pondéré de 6,50€ par action.

Le 10 septembre 2024, l'Initiateur a fait connaître au marché son intention de déposer une Offre Publique de Retrait visant à acquérir l'intégralité des actions du Groupe non détenues directement ou indirectement, représentant 8,70% du capital et 9,81% des droits de vote du Groupe, au prix de 6,50€ par action.

A l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 6,50€ par action, égale au Prix d'Offre.

Les actionnaires du Groupe ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leurs actions au Prix d'Offre, soit 6,50€, ou bien de se faire indemniser au même prix (net de tout frais) dans le cadre de la mise en œuvre par l'Initiateur du Retrait Obligatoire.

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Notre analyse de la valeur de l'action du Groupe fait ressortir des valeurs :

- de 6,50€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital du Groupe ;
- de 5,24€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 5,17€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- comprises entre 5,85€ (cours moyen pondéré 20 jours) et 5,99€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse.

Le prix offert de 6,50€ par action dans le cadre de l'Offre présente :

- une prime de 0,0% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions récentes ;
- une prime de 24,1% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- une prime de 25,6% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- une prime comprise entre 8,5% (cours moyen pondéré 20 jours) et 11,1% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;

En outre, tandis que l'examen des éléments connexes à l'Offre nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre, l'analyse des observations écrites d'actionnaires ne sont pas de nature à remettre en cause les travaux mis en œuvre par nos soins dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre.

Par ailleurs, nous rappelons à toute fin utile que les travaux mis en œuvre par nos soins dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre intègrent les effets des synergies/dissynergies attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix constaté sur les opérations d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 6,50€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Orapi.

Fait à Levallois-Perret, le 31 octobre 2024

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers / Maxime Hazim

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

8 - Annexe – Lettre de mission

ORAPI
Société anonyme à conseil d'administration
au capital de 6.643.534 euros
Siège social : 225, allée des Cèdres – 01150 Saint-Vulbas
682 031 224 RCS Bourg-en-Bresse

(la « **Société** »)

CROWE HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 LEVALLOIS PERRET

A l'attention de MM. Olivier GRIVILLERS et Maxime HAZIM

Saint-Vulbas, le 23 septembre 2024

Messieurs,

Dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions ordinaires de la société Orapi (l'« **Offre** ») initiée par la société Groupe Paredes Orapi (l' « **Initiateur** »), le Conseil d'administration d'Orapi (le « **Conseil d'administration** ») est tenu de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1, I 1°, I 2° et II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »).

A cette fin, le Conseil d'administration de notre Société a constitué le 26 juin 2024 un comité *ad hoc* avec pour mission de proposer au Conseil d'administration l'identité de l'expert indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre, de superviser ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre (le « **Comité *Ad Hoc*** »).

Le Comité *Ad Hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration de notre Société lors de sa réunion du 23 septembre 2024, sur la base de votre proposition de services détaillée, laquelle prévoit notamment un coût de votre intervention correspondant à un montant estimé entre 60.000 € et 70.000 € HT.

Le Conseil d'administration vous a ainsi désigné le 23 septembre 2024 en qualité d'expert indépendant et m'a autorisé à signer, au nom et pour le compte de la Société, toute lettre de mission avec vous afin de formaliser votre désignation.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité *Ad Hoc*.

I. Objectifs et fondement réglementaire de votre mission

Votre mission consisterait en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendrait en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

1

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

Cette expertise indépendante viserait à apprécier le prix des titres Orapi qui serait proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Elle devra permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

- **261-1 I 1°** - lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'Offre ;

- **231-1 I 2°** - lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; et

- **261-1 II.** - la société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3 du Code de commerce.

II. Calendrier indicatif de l'opération

Dans le calendrier indicatif de l'opération, il est envisagé le dépôt du projet de note d'information dans le courant de la semaine du 7 octobre 2024 et la remise de votre rapport au cours de la semaine du 28 octobre 2024, préalablement à la réunion du conseil d'administration de Orapi devant émettre son avis sur le projet d'Offre.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

III. Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Crowe HAF dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société, le Comité *Ad Hoc* ainsi qu'avec les conseils (établissements présentateurs et avocats) ;
- L'analyse des états financiers historiques au 31 décembre 2023, 2022 et 2021, et l'analyse des comptes semestriels au 30 juin 2024 avec leur comparatif au 30 juin 2023 ;
- L'analyse du budget 2024 et du plan d'affaires prévisionnel d'Orapi ;
- L'analyse, le cas échéant, d'accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre ;
- L'analyse du cours de bourse d'Orapi ;
- L'analyse des transactions récentes sur le capital d'Orapi (notamment l'offre publique d'achat initiée fin 2023 incluant la note en réponse et le rapport de l'expert indépendant) ;
- L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère Orapi et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées ;
- L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés ;
- L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la Société ;
- L'analyse des synergies résultantes du rapprochement entre la société cible et l'Initiateur ;

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

DocuSign Envelope ID: 3EDE2A9D-0C11-41AF-B62C-E0436DB7BC84

- L'analyse de la structure du capital et traitement des instruments dilutifs ;
- La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs ;
- L'analyse critique des éléments d'appréciation du prix d'offre des établissements présentateurs ;
- L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant) ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

IV. Conflits d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Crowe HAF, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

Monsieur François-Xavier Thuilleur
Président du Conseil d'administration et Directeur général

© 2024 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr